NATIXIS

SPECIAL REPORT
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 décembre 2010 - N° 216

Inna MUFTEEVA
Thomas JULIEN

Un bon compromis pour la croissance

Le 6 décembre 2010, un compromis a été trouvé entre la Maison Blanche et les Républicains concernant les baisses d'impôt des années 2001 et 2003. Le projet d'une prolongation des avantages fiscaux de Bush de 2 ans proposé par Obama a été accompagné par des nombreuses propositions supplémentaires :

- **baisse du taux des cotisations de sécurité sociale versées par les salariés (de 6,2% à 4,2%),**
- **allongement de 13 mois des allocations chômage longue durée,**
- **prolongation de l'ensemble des crédits d'impôt introduits dans le programme de relance 2009 (American Recovery and Reinvestment Act, ARRA),**
- **amortissement total des investissements productifs en 2011.**

Malgré l'existence d'un risque politique du côté des Démocrates de l'aile gauche qui ont perçu cette annonce plutôt négativement, le passage imminent de la loi au Congrès (envisageable la semaine prochaine) est probable. Si ce projet est mis en place, il entrainerait une révision à la hausse marquée de nos prévisions de croissance de l'ordre 0,7pt pour l'année 2011 et de 0,4pt pour 2012, mais aussi du déficit fiscal à 9,4%.

Propositions d'Obama

Lors d'un discours prononcé le 6 décembre 2010 en Caroline du Nord, le Président Obama a dévoilé son projet visant à reconduire la totalité des baisses d'impôt passées par l'administration Bush et à ajouter d'autres allégements fiscaux pour le secteur privé. La réaction immédiate du public a été plutôt positive, les leadeurs Républicains s'exprimant en faveur de ce projet. Du côté des Démocrates les discours étaient mitigés (approbation des modérés mais rejet de la part des plus radicaux). Cette division crée un certain risque pour le vote du projet, puisque le Congrès fonctionne encore avec la répartition des sièges qui prévalait avant les élections, c'est-à-dire avec une forte majorité des Démocrates. Cependant, avec l'appui des Républicains, l'issue du vote devrait être favorable. Le compromis met donc fin au sentiment généralisé de grande incertitude politique qui régnait depuis les élections.

Les points clés de la proposition d'Obama sont les suivants :

1. Prolongation de deux ans des allégements fiscaux passés sous l'ère Bush pour la totalité des contribuables. Après que les Démocrates aient échoué dans leur tentative de prolongation de ces allègements fiscaux excepté pour les hauts revenus, le scénario du compromis semblait l'issue la plus probable. Hormis l'impôt sur le revenu, le projet concerne également les taux d'imposition sur les dividendes et les plus-values qui resteront vraisemblablement au niveau actuel de 15%. Le Président a également proposé un taux d'imposition de 35% pour les droits de succession avec un seuil d'exonération de 5 million$.

2. Baisse du taux de cotisation pour la Sécurité Sociale (payroll tax) de 6,2% à 4,2%. La Sécurité Sociale (Social Security) est un programme d'assurance pour les personnes âgées, qui est administré par le gouvernement fédéral. Le système de retraite (assurance vieillesse, survivants, et invalidité) et Medicare (assurance maladie pour les personnes âgées ou handicapées) en sont les points principaux. Ils sont financés par une cotisation de 12,4% (plus 2,9% pour Medicare), prélevée sur la masse salariale, une moitié est versée par l'entreprise et l'autre moitié par le salarié. Cette dernière partie de 6,2% est donc censée diminuer avec un taux de cotisation en baisse de 2pts. Selon les estimations préliminaires, le coût de cette proposition pourrait représenter un manque à gagner fiscal de 120Md$. Cependant, pour Obama et les Démocrates, la baisse d'impôt sur les salaires doit compenser l'expiration fin 2010 d'un crédit d'impôt pour les salariés à faible revenu : le Making Work Pay introduit dans le stimulus fiscal (ARRA).

3. Treize mois de prolongation pour les indemnisations chômage longue durée. Cette mesure a déjà été utilisée pour amortir les conséquences de la crise économique, le taux de chômage ayant augmenté jusqu'à 10% et la durée moyenne du chômage s'étant accru à environ 25 semaines (contre 7-8 en temps normal). Pour répondre à cette évolution, la durée maximale des allocations chômage est passée de 26 à 99 semaines avec l'introduction des allocations chômage d'urgence (EUC) et de la prise en charge par le financement fédéral du programme régional des extensions des indemnisations (extended benefits) qui est en temps normal à moitié financé par les états. Ces

mesures ont déjà été prolongées plusieurs fois (avec certaines difficultés et des retards).
Le 30 novembre dernier, l'ensemble des mesures de l'allongement de la durée des assurances pour les individus au chômage ont expiré (**tableau 1**). Avec une forte opposition des Républicains, le Congrès n'était pas parvenu à une nouvelle prolongation.

Tableau 1
Assurance chômage aux Etats-Unis

Indemnisations chômage	Durée maximale (semaines)	Eligibilité
Permanent		
Allocation standard	**26**	**tous les états**
Expiré le 1/12/2010		
Emergency unemployment compensation (EUC):	**53**	**tous les états**
Tier I	20	tous les états
Tier II	14	tous les états
Tier III	13	Etats avec un taux de chômage >6%
Tier IV	6	Etats avec un taux de chômage >8,5%
Expiration du financement fédéral le 1/12/2010		
Extension des bénefices:	**20**	**après épuisement de l'EUC**
Etats avec un taux de chômage >6,5%	13	diffère selon les états
Etats avec un taux de chômage >8%	7	diffère selon les états
Total	**99**	

Source: Département du Travail des Etats-Unis, JP Morgan

Cette partie du programme est donc un point clef du compromis entre Obama et les Républicains, ces derniers ayant largement présenté ces allocations comme responsables du maintien du taux de chômage à un niveau élevé. C'est en cédant sur le sujet des hauts revenus qu'Obama a réussi à obtenir l'accord des Républicains sur ce point.
Concernant cette mesure, l'effet de surprise se trouve dans la durée de la prolongation (13 mois en prenant en compte le mois de décembre), ce qui n'était pas complètement intégré dans notre scénario auparavant. On estime le coût total de cette proposition autour de 60Md$, dont environ un quart était pris en compte dans nos prévisions de déficit.

4. Prolongation des crédits d'impôt introduits dans le stimulus fiscal d'Obama (ARRA). La prolongation de l'ensemble des crédits d'impôt pour les contribuables à faibles et moyens revenus, comprenant de nombreux crédits d'impôt liés aux enfants (earned income tax credit) et aux frais d'éducation est également une surprise.
La totalité de ces propositions devrait coûter de 10 à 30Md$.

5. Amortissement total des investissements productifs en 2011. En septembre, Obama avait évoqué la question des allégements fiscaux pour les entreprises qui investissent (en équipement et logiciels ainsi qu'en recherche et développement), mais aucun projet de loi n'avait été introduit au Congrès. Dans le projet actuel, le Président abaisserait la durée probable de cet allégement de 2 à 1 an, ce qui réduirait le coût de la proposition approximativement de 200Md$ à 100Md$.
Cependant, nous n'attendons pas d'impact très significatif sur l'investissement, en raison du taux d'utilisation des capacités bien en deçà de sa moyenne de long-terme. L'impact de cette mesure est également amoindri par le fait qu'il existait déjà un amortissement accéléré du capital de 50% depuis 2008 (expiré fin 2009) et par le fait que les taux d'intérêt sont très faibles (ce qui atténue l'effet d'aubaine).

Les implications pour le scénario macroéconomique

L'annonce faite par Obama sur le nouveau stimulus fiscal, qui semble avoir des bonnes chances de passer l'étape du Congrès, implique pour nous des révisions très probables de notre scénario.
L'effet favorable des mesures de soutien à l'économie de la part du gouvernement est généralement reconnu. En effet, Bernanke, le Président de la Fed a évoqué à plusieurs reprises le manque de réactivité de la part des législateurs et a souligné le fait que dans le contexte actuel un stimulus fiscal de court terme est nécessaire pour obtenir un policy-mix accommodant et rendre la reprise plus viable (cf. les discours de Bernanke de 19 novembre et du 5 décembre). Par ailleurs, avec moins d'incertitudes sur le cadre législatif la confiance des agents privés devrait également se redresser.
Pour le moment nous ne disposons pas du projet détaillé et des estimations officielles, nous effectuons donc une analyse approximative de l'impact des mesures proposées sur nos prévisions de croissance.
Nous ne prenons en compte que les mesures inattendues ou non-intégrées dans le scénario auparavant : baisse des cotisations sur la Sécurité Sociale, d'une partie inattendue de la prolongation des allocations chômage et d'un allongement des crédits d'impôt du stimulus ARRA (censés expirer fin 2010). L'extension des avantages fiscaux de Bush était déjà intégrée dans notre scénario (comme pour la plupart des économistes). L'impact final sur la croissance du projet d'amortissement des investissements productifs est hautement incertain. De plus, il n'est pas sûr que ce point soit inclus dans le projet de loi finale.
Par conséquent, nous ne le prenons pas encore en considération dans notre révision.

L'effet sur la croissance

Afin de calculer l'effet final sur le PIB, nous utilisons un multiplicateur fiscal relativement consensuel de 0,6 même s'il existe toujours un risque de surestimation liée premièrement au fait que le taux d'épargne des ménages a nettement augmenté depuis la crise (ce qui implique donc une propension marginale à consommer moins élevé) et secondement due à la nature temporaire des mesures. En effet, les ménages ont tendance à épargner davantage les allocations temporaires que permanentes. Toutefois, la plupart des propositions visent les personnes qui perçoivent des revenus faibles et moyens (allocations chômage, crédits d'impôt de l'ARRA, baisses d'impôt) qui ont une propension plus élevée à consommer que les hauts revenus. Ainsi le biais de la durée courte des mesures est probablement compensé. Compte tenu de l'information actuellement disponible, nous attendons un effet positif sur la croissance compris entre 0,7-0,8 pt de PIB par rapport à notre scénario de base initial (**tableau 2**).

Tableau 2
L'estimation de l'impact de proposition d'Obama sur les prévisions de croissance de Natixis

en Md$	Montant non-intégré dans le scénario de base
Payroll tax	120
Allocations chômages	30-40
Crédits d'impôt d'ARRA	10-30
Amortissement 100% de l'investissement 2011	100
Total des mesures	160-190
Effet sur le PIB (mult=0,6)	96-114
en % du PIB	0,7-0,8

Source: Natixis

Grandes lignes du scénario

Malgré ce nouveau plan, nous ne changeons pas notre opinion sur plusieurs points cruciaux de notre scénario macroéconomique :

- Le partage de la valeur ajoutée devrait toujours s'effectuer en faveur des entreprises avec des gains de productivité positifs (même si moins importants qu'en 2009 et 2010).
- Les coûts salariaux unitaires devraient se redresser légèrement plus vite mais ne quitteront pas le territoire négatif en GA avant 2012
- Le désendettement des ménages devrait se poursuivre sans reprise marqué du crédit (y compris du crédit hypothécaire).
- Le marché immobilier ne s'améliorera donc que graduellement
- En revanche, les entreprises qui observent une reprise plus prononcée de la demande finale devraient accélérer l'embauche et la production ainsi qu'investir davantage
- Les pressions désinflationnistes devraient légèrement s'alléger mais les surcapacités dans l'économie vont continuer à peser sur les prix
- La politique monétaire restera durablement accommodante (pas de hausse de taux avant 2013). La Fed devrait effectuer la totalité du QE2 et dans ce contexte l'introduction d'un QE3 paraît encore moins probable
- La politique fiscale va probablement changer de direction, avec plus d'effort de consolidation dans les années à venir.

L'effet des propositions sur les prévisions des variables macroéconomiques

L'impact de nombreux allégements fiscaux doit premièrement se refléter dans les chiffres de consommation avec un soutien important de revenu disponible brut des ménages. Les effets de deuxième rang consistent en une progression plus rapide que prévu de l'emploi, des salaires et des heures travaillées, ce qui doit également avoir un effet sur les revenus et dépenses des ménages américains.

Ainsi, nous estimons que la révision de nos prévisions des dépenses privées peut atteindre environ 1pt (**tableau 3**) et que le taux de chômage devrait commencer à baisser courant 2011 (**graphique 1**).

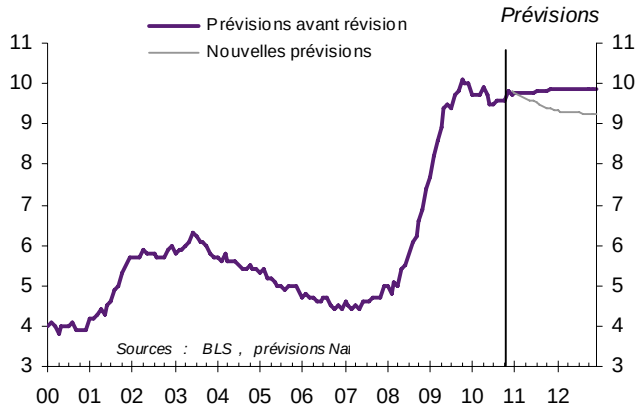
Cependant, la hausse des dépenses de consommation ne devrait pas changer le comportement des ménages, qui resteront prudents et épargneront toujours une part important de leur revenu. Notre estimation de taux d'épargne reste autour de 5,8% pour 2011 (**tableau 3**).

Tableau 3
Compte simplifié des ménages (% en GA)

2011	Avant	Après
Emploi	0,6	0,7
Salaires réels	0,6	1,1
Masse salariale	2,2	2,8
Revenu disponible	3,0	4,1
PCE déflateur	1,1	1,1
Revenu disponible réel	1,9	3,0
Consommation	1,8	2,8
Taux d'épargne	5,7	5,8
2012	**Avant**	**Après**
Emploi	0,9	1,2
Salaires réels	0,9	0,9
Masse salariale	2,7	3,2
Revenu disponible	3,1	3,6
PCE déflateur	1,1	1,2
Revenu disponible réel	2,0	2,4
Consommation	1,6	2,2
Taux d'épargne	5,7	5,9

Source: Natixis

Graphique 1
Etats-Unis: taux de chômage, %



Cependant, une hausse plus marquée de la demande intérieure tirée par la consommation des ménages devrait également conduire à une révision des importations qui pourront augmenter de 8,9% en glissement annuel en 2011 (contre 7,3% en estimation précédente).

L'impact des mesures sur l'économie peut également se refléter dans une progression plus prononcée de l'investissement productif et dans l'endurance du cycle du restockage.

Par conséquent, compte tenu des différents effets de deuxième rang sur la croissance, nous pourrions changer nos prévisions de manière considérable (**tableau 4**), notamment pour l'année 2011.

L'effet sur le budget

Le programme fiscal d'une telle ampleur devrait également gonfler le déficit budgétaire du pays, qui se trouve actuellement à 8,8% du PIB (pour l'année fiscale 2010).

Pour les raisons cycliques (expiration de certaines mesures de stimulus, la croissance positive impliquant un redressement des revenus fiscaux), notre scénario d'avant envisageait une légère baisse du déficit de 8,8% à 8,2% du PIB en 2011.

La proposition d'Obama devrait augmenter la projection du déficit fiscal d'environ 180Md$, ce qui conduit à une hausse de 1,2pt en pourcentage du PIB à 9,4% (**graphique 2**). Le déficit pour l'année fiscale 2012 est attendu donc à 8,6%.

La possibilité d'une nouvelle dégradation des finances publiques ainsi que les reconstitutions des portefeuilles vers les actifs plus risqués (actions) liés aux perspectives améliorées pour la croissance ont déjà créé des tensions haussières sur les taux longs. Ces facteurs pourraient donc continuer à peser sur le coût de financement du gouvernement.

Graphique 2
Etats-Unis: déficit public en % du PIB

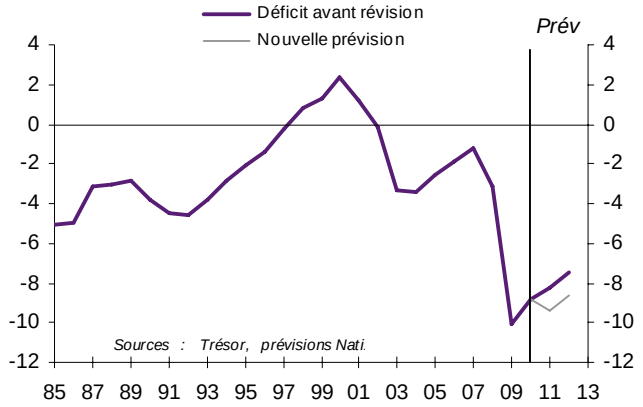


Tableau 4
Prévisions de croissance aux Etats-Unis 2010-2012

en %	2010	2011	2012
Consommation des ménages	1,7	2,8	2,2
Investissement non résidentiel	6,9	7,1	5,5
Investissement résidentiel	-3,5	-1,6	4,9
Consommation du secteur public	1,3	1,2	-0,6
Exportations de biens et services	11,7	7,9	7,6
Importations de biens et services	14,0	8,9	4,5
PIB (ga)	**2,8**	**2,7**	**2,4**
Contributions à la croissance			
Demande intérieure hors stocks	1,9	2,9	2,1
Variation des stocks	1,5	0,3	0,0
Exportations nettes	-0,7	-0,4	0,2
Prix			
Prix à la consommation (% GA)	1,6	1,2	1,1
Prix à la consommation hors énergie et alimentation (% GA)	0,9	0,5	0,7
Taux de chômage	9,7	9,5	9,3

Sources: NIPA, prévisions Natixis

La réaction de la Fed

Nous sommes toujours convaincus que la Fed effectuera la totalité des achats des titres du Trésor prévu dans le QE2. En effet, le taux de chômage restera au-dessus de 9% et les pressions désinflationnistes ne s'allégeront que légèrement courant H1 2011. Cependant, la probabilité d'introduction d'une nouvelle vague d'achats des titres publics (QE3) nous paraît encore moins probable, qu'avant.

Le passage au Congrès n'est pas encore assuré

Il faut enfin souligner que pour l'instant aucun projet de loi n'a pas encore été proposé pour le vote au Congrès, d'où un fort risque de changement des détails dans la loi finale.

Nous estimons, que la plupart des propositions peuvent potentiellement être inclus dans le projet final. Cependant, la question cruciale pour l'accord du parti Démocrate est la taxation du capital hérité (droit de succession) qu'ils considèrent trop favorable. La prolongation des baisses d'impôt de 2001/2003 pour les hauts revenus est considérée comme un sacrifice inévitable pour maintenir les taux bas pour la classe moyenne ainsi que prolonger l'assurance chômages d'un an.

Nous ajusterons ainsi nos prévisions en fonction des nouvelles annonces de la part de l'administration et du Congrès.