

## Que nous enseigne la révision détaillée du PIB américain?

La révision détaillée des comptes nationaux américains, publiée par le BEA le 31 juillet a révélé peu de changements sur le long terme mais les chiffres de 2008 et de T1-09 ont été révisés significativement à la baisse. En conséquence, nous avons revu à la baisse notre scénario 2009-2010, en raison d'un acquis de croissance plus défavorable que précédemment estimé, et ce malgré un deuxième trimestre moins négatif que prévu.

L'autre principale information de cette révision concerne le taux d'épargne qui a été révisé en sensible hausse, résultant d'un ajustement plus marqué à la hausse du revenu disponible par rapport à la consommation. Cet élément pourrait constituer un obstacle plus important que prévu à la reprise de la consommation.

### Révision détaillée : de quoi s'agit-il ?

Le BEA publie environ tous les 5 ans une révision complète des comptes nationaux. La toute dernière publication coïncide avec celle du PIB du T2 2009.

Cette révision apporte trois grands changements :

1. dans les définitions et les classifications des comptes ;
2. dans le mode de présentation des tableaux de NIPA ;
3. des méthodologies nouvelles et améliorées pour prendre en compte toute information disponible et révisée.

Les changements, qui nous intéressent principalement, sont liés aux valeurs statistiques révisées des composantes du PIB. Le premier type de changement influence également les valeurs statistiques comme dans le cas de la consommation privée, pour laquelle la composition a été complètement révisée.

### Des ajustements légers à long terme, mais des révisions considérables à moyen et court terme

La première publication du PIB du T2 2009 a mis en évidence le ralentissement du recul de l'économie américaine au deuxième trimestre : -1% T/T (ra) soit 0,5% plus haut qu'attendu (consensus -1,5% T/T en ra).

Cette publication a également révélé des révisions importantes des derniers chiffres du PIB montrant que la récession s'est avérée être beaucoup plus marquée qu'annoncé auparavant.

En effet, à long terme les révisions de statistiques n'ont pas beaucoup modifié l'image globale de l'économie mais ont apporté quelques surprises à plus court terme.

A très long-terme (1929-2008) le taux de croissance du PIB réel n'a guère été révisé (de +3,3% à +3,4% en moyenne annuelle). Même pour la période plus récente les chiffres n'ont presque pas changé : de 1997 à 2008 l'économie américaine a enregistré une croissance de 2,8% l'an, ce qui est 0,1% plus haut que publié précédemment.

Ce sont en fait les résultats de 2008 qui ont été significativement révisés (**tableau 1**).

**Tableau 1**  
La croissance du PIB réel en 2008 et T1-09, en % T/T, ra

	T1-08	T2-08	T3-08	T4-08	2008	T1-09
Avant révision	0,9	2,8	-0,5	-6,3	1,1	-5,5
Après révision	-0,7	1,5	-2,7	-5,4	0,4	-6,4

Sources: BEA

Ainsi, le PIB réel n'a augmenté selon la nouvelle publication que de 0,4% en 2008, alors qu'il était annoncé à +1,1% selon les publications précédentes (**tableau 2**). Par conséquent, de T4 2007 à T1 2009 le PIB réel a diminué de 2,8% en ra (la baisse était de 1,8% selon les estimations précédentes).

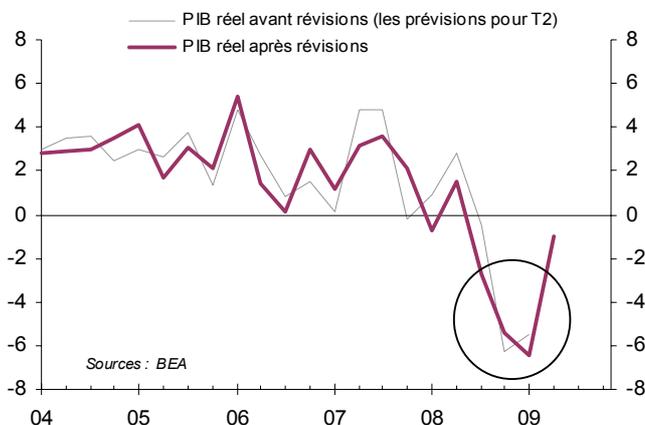
**Tableau 2**  
La croissance du PIB réel en 2005-2009, en % GA

	2005	2006	2007	2008	2009*
Avant révision	2,9	2,8	2	1,1	-2,3
Après révision	3,1	2,7	2,1	0,4	-2,7

Sources: BEA, Prévision Natixis (\*)

En raison de ces révisions trimestrielles nos prévisions pour la croissance 2009 ont été mécaniquement revues à la baisse : de -2,3% à -2,7% en moyenne annuelle. Par conséquent, on constate une récession plus profonde que prévue (**graphique 1**).

**Graphique 1**  
Etats-Unis: le PIB réel révisé (en % T/T, ra)

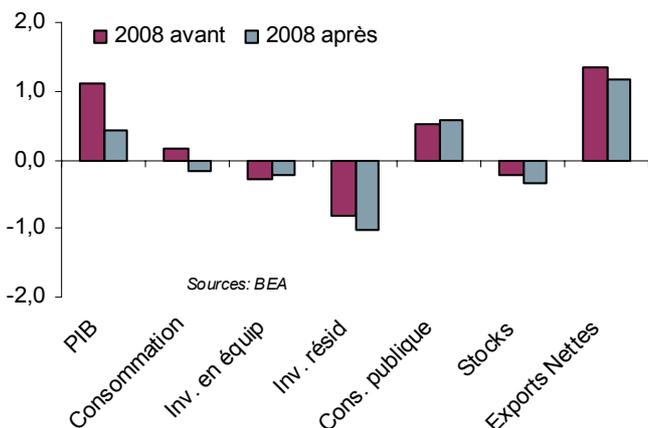


**La récession plus prononcée en 2008**

Même si les données de 1929 à 2009 ont été prises en compte les révisions se concentrent sur les dernières années, principalement 2008.

En 2008, la consommation privée qui avait positivement contribué à la croissance selon les publications précédentes a désormais un effet négatif de 0,17pt. L'investissement résidentiel ainsi que les stocks ont renforcé leurs contributions négatives à la croissance après les révisions alors que les exportations nettes continuent de contribuer positivement, mais moins qu'avant (**graphique 2**). Cela s'est traduit par la perte de 0,7pt de croissance du PIB en 2008.

**Graphique 2**  
Etats-Unis: contributions à la croissance (%) avant et après révision

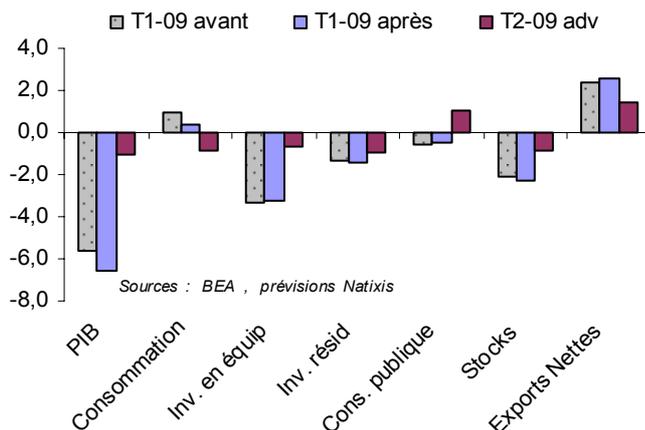


**Révision baissière de la croissance en T1 2009**

En T1 2009 les révisions ont révélé une contribution de la consommation moins marquée qu'avant (**graphique 3**). L'investissement résidentiel, ainsi que les stocks ont contribué encore plus négativement, alors que les investissements en équipement et la consommation publique ont diminué leurs contributions négatives. Les exportations nettes ont contribué positivement et un peu plus que précédemment estimé.

Par conséquent, les points faibles de la croissance en 2008 - T1 2009 sont restés les investissements résidentiels et en équipement et les stocks. La composante qui s'est détériorée beaucoup plus que prévu selon les chiffres révisés est la consommation privée.

**Graphique 3**  
Etats-Unis: contributions à la croissance (%) avant et après révision



Il y a une certaine logique dans cette nouvelle image de l'économie en 2008 qui reflète le mécanisme du déclenchement et du prolongement de la crise actuelle. L'éclatement de la bulle immobilière a amené l'effondrement du crédit, ce qui a pesé sur la baisse de la consommation et incité les producteurs à déstocker. En même temps, la confiance des ménages, déprimée, ne favorise pas l'investissement immobilier et les achats de biens durables, ce qui réduit encore la production.

**Révision haussière du revenu et du taux d'épargne (relation comptable)**

Le revenu disponible réel a été révisé à la hausse de 0,1 pt en moyenne par an, la révision est comparable à celle du revenu personnel. Une révision baissière importante des taxes personnelles en 2008 (-24Md\$) explique la décorrélation entre les deux (revenu personnel: +138Md\$ et revenu disponible : +168Md\$).

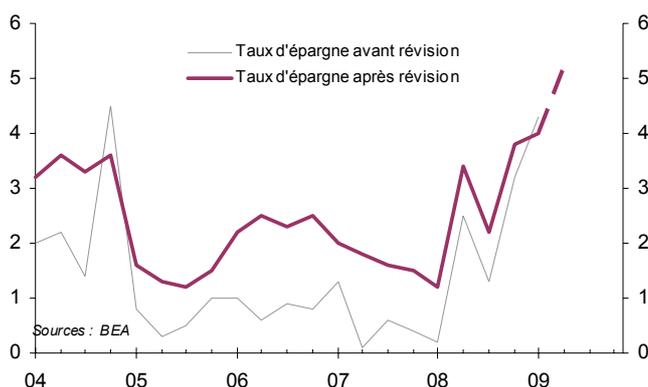
**Tableau 3**  
Révision du taux d'épargne annuel

	Taux d'épargne avant révision		Taux d'épargne après révision	
	Révision	révision	révision	révision
1997	1	3.6	4.6	
1998	1	4.3	5.3	
1999	0.7	2.4	3.1	
2000	0.6	2.3	2.9	
2001	0.9	1.8	2.7	
2002	1.1	2.4	3.5	
2003	1.4	2.1	3.5	
2004	1.3	2.1	3.4	
2005	1	0.4	1.4	
2006	1.7	0.7	2.4	
2007	1.1	0.6	1.7	
2008	0.9	1.8	2.7	

Source: BEA

Le taux d'épargne a été révisé (**tableau 3, graphique 4**) à la hausse sur la période 1997-2008 (de 1pt en moyenne) et plus fortement sur la période après 2001 (de 1,2pts en moyenne). En effet, l'ampleur des révisions haussières sur le revenu disponible est plus importante que sur la consommation.

**Graphique 4**  
**Etats-Unis : taux d'épargne révisé (en % T/T, ra)**



Cette révision importante du taux d'épargne est un facteur du risque baissier sur nos prévisions de PIB (et surtout sur la composante de la consommation privée), puisqu'elle reflète le manque de confiance des consommateurs. Par ailleurs, l'effet de « stimulus fiscal » sur la consommation privée pourrait être beaucoup moins marqué que prévu en partant d'un taux d'épargne plus élevé.

**Toutefois, le T2-09 apporte aussi de « bonnes nouvelles »**

Toutes les composantes à l'exception de la consommation privée et les exportations nettes du PIB ont montré une contribution moins négative (ou plus positive dans le cas de consommation publique) selon la première publication de T2 2009 (graphique 3 plus haut).

La consommation privée a baissé de 1,2% au T2 après avoir crû de 0,6% au T1 en raison de la diminution importante des « biens durables » (-7,1% contre -3,9% au T1).

Les investissements en équipement ont baissé de 9% à rythme moins prononcé qu'au T1 (-36,4%). Pourtant, la baisse des investissements résidentiels reste assez décevante (-29,3% contre -38,2% au T1) et en-dessous des attentes.

Finalement, les deux composantes qui pourraient faire l'objet des fortes révisions – le solde commercial et les stocks ont connu une évolution assez favorable. Les exportations ont baissé de 7% (-29,9% au T1) tandis que les importations ont montré une diminution de 15,1% (-36,4% au T1) ce qui s'est traduit par une contribution positive à la croissance. Le changement a mis en évidence le déstockage prolongé des entreprises mais à un rythme moins marqué (contribution négative de -0,8pt contre -2,4pts au T1).

**Conclusion**

La publication du PIB du deuxième trimestre 2009 et le rapport sur les révisions étendues du PIB de 1929 à T1 2009 ont apporté des nouvelles mitigées.

- D'une part, à long terme les changements sont marginaux.
- D'autre part, la croissance encore plus négative en 2008 a mis en avant le caractère plus profond que prévu de la récession.
- Par ailleurs, le taux d'épargne est fortement revu à la hausse, ce qui pourrait peser sur la reprise de la consommation et donc de la croissance.
- Cependant, une contraction moins marquée qu'attendu au T2 2009 autorise à penser que le pire est déjà derrière nous.

Par conséquent, en raison d'un acquis statistique plus négatif au T1 (-2,9% contre -2,5% avant les révisions) ; nous avons baissé nos prévisions pour la croissance en 2009 de -2,3% à -2,7% en GA et légèrement pour 2010 (de 1,4% à 1,3%). En revanche, nous maintenons nos prévisions pour la croissance positive au T3 2009.