NATIXIS

Flash
Économie

4 août 2009 - N° 354

Quelles politiques économiques "de secours" les Etats-Unis vont-ils mettre en place ?

La croissance aux Etats-Unis va probablement se révéler beaucoup plus faible en 2010-2011-2012 que ce qu'avancent l'administration américaine et la Réserve Fédérale. La question que nous posons ici est celle de la réaction de la politique économique des Etats-Unis à une croissance nettement plus faible que celle –officiellement- attendue par le gouvernement :

- ***une dépréciation du dollar est impossible tant que la Chine et les pays exportateurs de pétrole conservent le lien entre leur monnaie et le dollar ;***
- ***une politique monétaire plus expansionniste encore est difficile à imaginer ; il resterait la possibilité pour la Réserve Fédérale d'acheter encore plus d'actifs sur les marchés, mais ceci aurait très peu d'effets sur l'économie ;***
- ***il ne reste comme solution qu'une politique budgétaire encore plus expansionniste, ce qui est possible, surtout si la faible croissance maintient une aversion pour le risque élevée des investisseurs et si le régime mondial de change est maintenu. En termes inter-temporels (inter-générationnels), cette politique serait évidemment très néfaste. De plus, le Congrès peut résister à la mise en place d'un déficit public supplémentaire, d'autant plus que la prévision de croissance forte de l'administration servait à le rassurer sur les perspectives pour le déficit.***

Tout ceci implique qu'il n'y aura peut-être pas de réaction à la croissance plus faible qu'attendue aux Etats-Unis.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteurs :
Patrick Artus
Marie-Pierre Ripert

La croissance américaine probablement très décevante par rapport aux prévisions officielles

L'administration américaine et la Réserve Fédérale prévoient un retour rapide à une croissance très forte aux Etats-Unis (tableau 1).

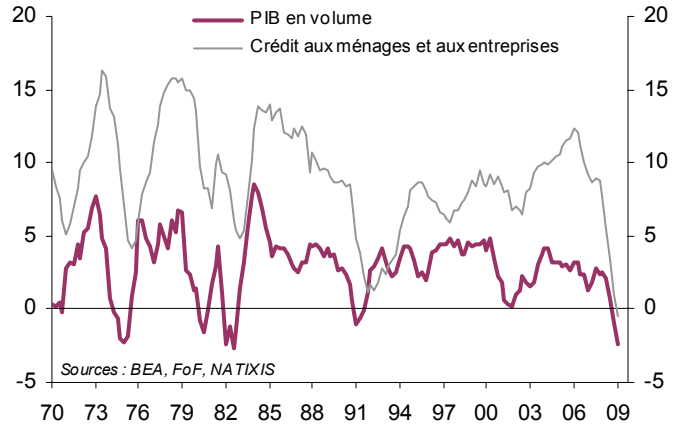
Tableau 1
Etats-Unis : prévisions du PIB (volume)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Administration (moyenne annuelle)	-1,2	3,2	4	4,6	4,2	2,9	2,6
Réserve Fédérale (% GA fin d'année)	-1,5 to -1,0	2,1 to 3,3	3,8 to 4,6				

Sources : OMB, Federal Reserve

Ceci correspond à la **situation observée dans les reprises du passé** (1976, 1984, 1994, 2004, **graphique 1**) où, après les récessions, la croissance devient très supérieure à la croissance de long terme par rattrapage.

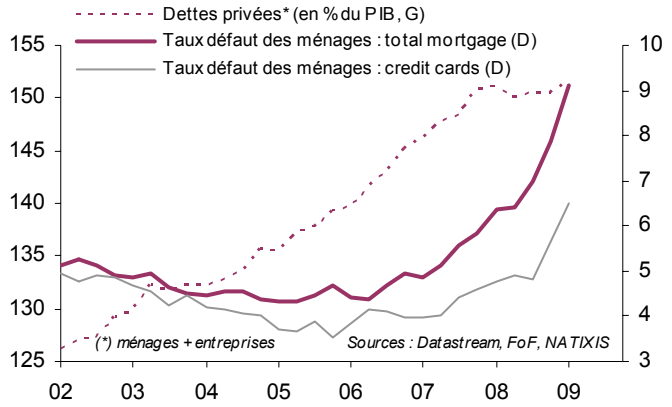
Graphique 1
Etats-Unis : PIB et crédit (GA en %)



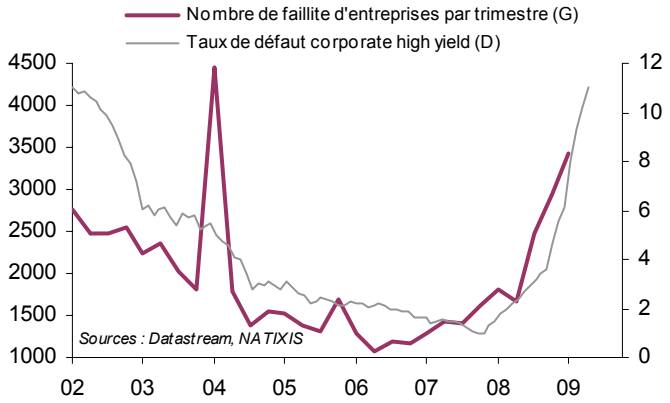
Mais le **graphique 1** montre aussi **que cette situation impliquait une reprise rapide et forte du crédit après les récessions.** Nous pensons que, **après la crise présente, pendant de nombreuses années il ne pourra pas y avoir de reprise du crédit aux Etats-Unis :**

- **le niveau élevé des taux d'endettement (graphique 2a)** a conduit à une forte hausse des défauts **(graphiques 2a-2b) ;**
- les banques sont devenues plus prudentes et ont accru les **marges de taux d'intérêt** sur les crédits **(graphique 3) ;**
- **le recul de la richesse (graphique 4a)** dû à la baisse des prix des actifs réduit la capacité d'endettement et favorise la remontée du taux d'épargne des ménages **(graphique 4b)**. Ceci est aussi vrai du côté des entreprises **(graphique 4c).**

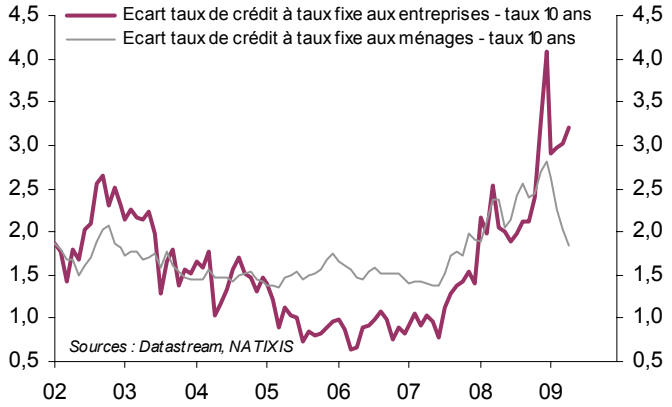
Graphique 2a
Etats-Unis : dettes privées et taux de défaut des ménages sur les crédits



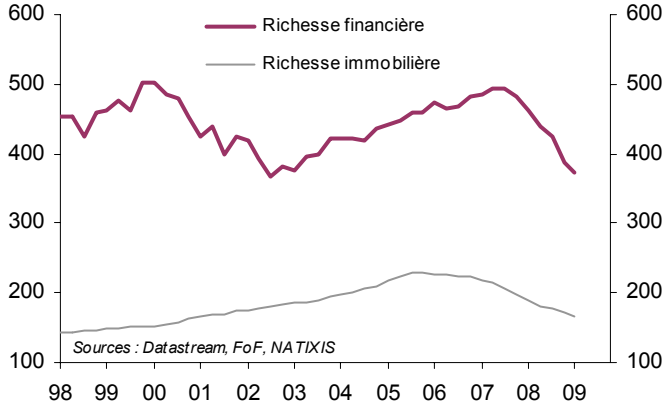
Graphique 2b
Etats-Unis : nombre de faillites d'entreprises et taux de défaut high yield



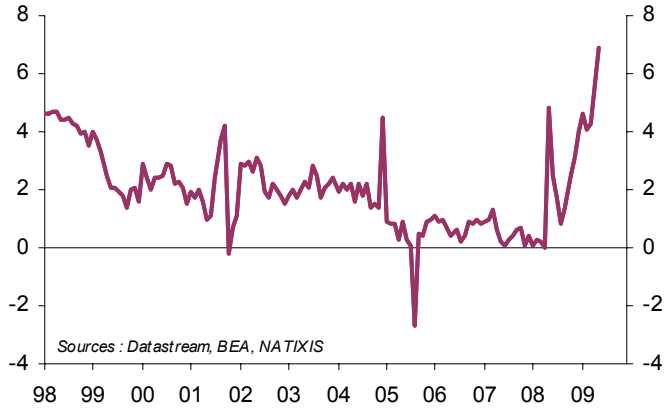
Graphique 3
Etats-Unis : écart entre taux de crédits à taux fixe et taux 10 ans Treasuries



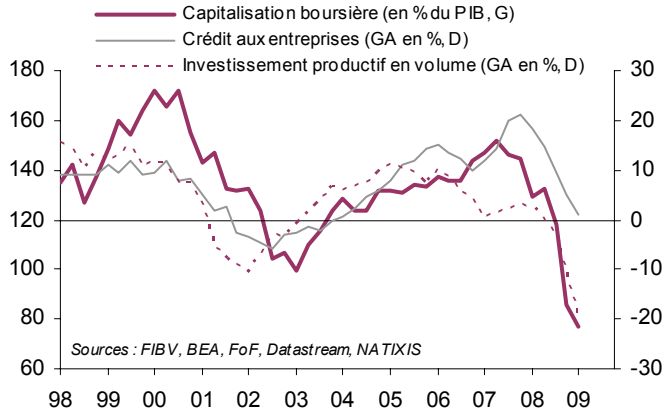
Graphique 4a
Etats-Unis : richesse des ménages (en % du RDB)



Graphique 4b
Etats-Unis : taux d'épargne net des ménages



Graphique 4c
Etats-Unis : capitalisation, crédit et investissement



Nous pensons donc **qu'en l'absence de reprise du crédit** et de remontée des taux d'endettement, **la croissance va rester modeste aux Etats-Unis (tableau 2),** avec un retour progressif vers la croissance de long terme.

Tableau 2
Prévisions Natixis de croissance pour les Etats-Unis

	2009	2010	2011	2012
Taux de croissance annuelle	-2,3	1,3	2,0	2,3

Source : Natixis

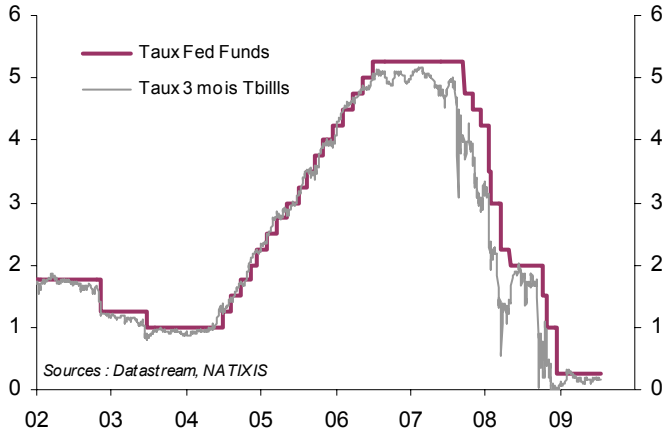
Nous nous interrogeons sur la réaction du gouvernement et de la Réserve Fédérale à cette situation où la croissance va se révéler bien inférieure à celle qu'ils avaient annoncée.

Politique monétaire et de change : pas de marges de manoeuvre

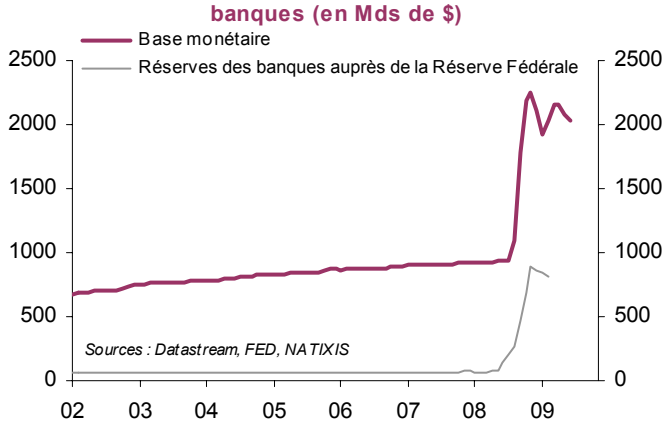
1 Politique monétaire

Les taux d'intérêt ne peuvent plus être réduits (graphique 5a) et injecter davantage de liquidités dans les comptes des banques ne sert à rien compte tenu des énormes réserves excédentaires détenues par les banques américaines **(graphique 5b).**

Graphique 5a
Etats-Unis : taux d'intérêt

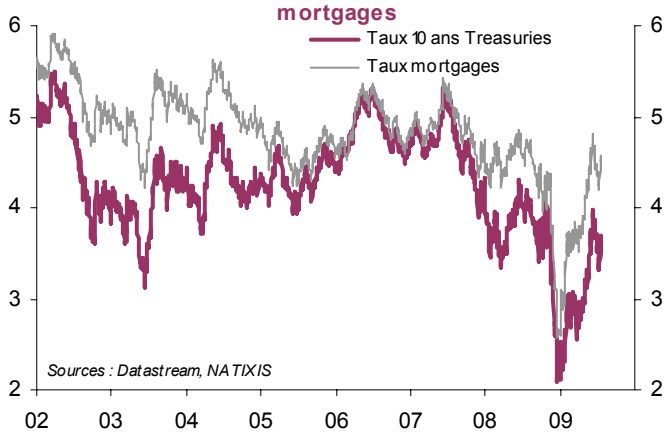


Graphique 5b
Etats-Unis : base monétaire et réserves des banques (en Mds de $)



La réserve Fédérale pourrait accroître ses programmes d'achats d'actifs sur les marchés financiers (tableaux 3a-3b) mais réduire un peu les taux d'intérêt sur les Treasuries ou les mortgages (graphique 6) aurait peu d'effet sur l'économie dans une situation de faible demande de crédit et où, de plus, les marchés financiers s'inquiètent de l'excès de liquidité et pourraient à nouveau réagir par une hausse de l'inflation anticipée, même s'il s'agit d'une erreur de jugement **(graphique 7).**

Graphique 6
Etats-Unis : Taux GOV à 10 ans et taux d'intérêt mortgages



Graphique 7
Etats-Unis : inflation break even

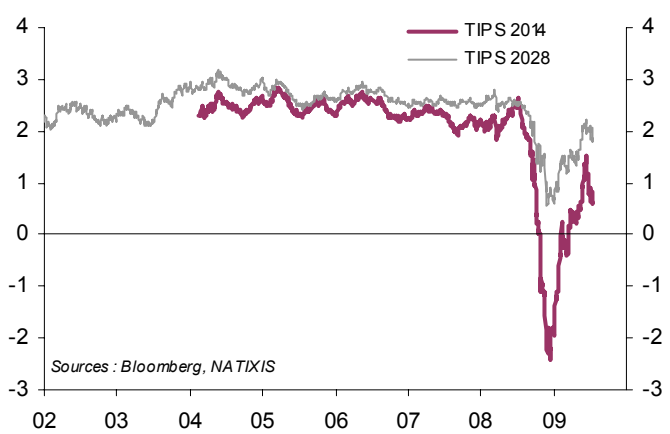


Tableau 3a
Actifs détenus par la Réserve Fédérale (Mds de $)

	U.S. Treasury	Federal agency	Mortgage-Backed securities	Repurchase agreements	Term Auction Credit	Other Loans	Encours de commercial paper	Liquidity Swaps	Other Federal Reserve assets	Facteurs expliquant l'offre de réserves
30/1/2008	718,4	0,0	-	29,4	50,0	0,0	-	24,0	43,7	916,2
27/2/2008	713,4	0,0	-	42,9	60,0	0,2	-	10,0	41,1	918,3
26/3/2008	629,0	0,0	-	84,8	80,0	33,5	-	0,0	43,4	921,3
30/4/2008	548,7	0,0	-	107,5	100,0	30,2	-	36,0	44,3	917,0
28/5/2008	491,1	0,0	-	105,0	150,0	28,3	40,82	62,0	42,1	929,5
25/6/2008	478,8	0,0	-	121,7	150,0	20,9	226,01	62,0	42,3	926,4
30/7/2008	479,2	0,0	-	113,7	150,0	17,6	249,91	62,0	43,5	945,7
27/8/2008	479,6	0,0	-	103,4	150,0	18,6	265,69	67,0	39,9	938,4
24/9/2008	476,6	3,7	-	111,7	150,0	187,8	282,20	135,2	41,0	1186,2
31/10/2008	476,5	13,9	-	80,0	301,4	388,8	297,58	503,3	42,7	1924,9
28/11/2008	476,4	12,3	-	80,0	406,5	283,2	308,52	479,4	40,0	2144,4
19/12/2008	476,2	16,6	-	80,0	448,0	212,5	315,27	571,8	42,5	2277,7
26/12/2008	476,1	19,9	-	80,0	420,8	196,9	325,80	543,6	43,8	2232,6
2/1/2009	476,0	20,3	-	80,0	450,2	187,8	332,41	553,2	44,6	2270,4
9/1/2009	475,8	19,6	-	77,1	406,8	185,8	334,27	543,1	43,0	2211,8
16/1/2009	475,6	20,4	1,5	57,1	371,4	160,7	334,58	518,2	43,4	2109,5
23/1/2009	475,4	24,2	5,8	37,1	416,0	148,3	349,94	468,5	43,8	2096,0
30/1/2009	475,2	26,7	6,8	17,1	415,9	150,0	316,20	465,9	44,4	2044,8
6/2/2009	475,0	29,0	7,4	0,0	412,9	153,7	259,31	388,8	44,3	1896,2
13/2/2009	474,9	31,8	7,4	0,0	412,9	143,2	256,15	389,7	44,5	1885,7
20/2/2009	474,8	32,6	63,1	0,0	447,6	143,2	250,36	379,7	45,8	1962,7
27/2/2009	474,7	35,9	68,5	0,0	447,6	139,5	246,23	374,6	43,4	1955,6
6/3/2009	474,6	38,3	68,9	0,0	493,1	140,9	242,05	320,4	43,2	1946,9
13/3/2009	474,6	40,5	68,9	0,0	493,1	133,1	240,66	313,9	43,3	1933,1
20/3/2009	474,7	45,5	226,5	0,0	468,6	138,2	241,03	329,6	47,4	2096,9
27/3/2009	474,7	48,8	237,0	0,0	468,6	134,3	240,80	327,7	48,9	2106,5
3/4/2009	486,2	50,9	236,4	0,0	467,3	135,3	244,30	309,8	45,9	2101,7
10/4/2009	505,5	54,8	236,6	0,0	467,3	122,0	250,60	312,8	52,5	2127,6
17/4/2009	514,6	57,8	287,2	0,0	455,8	114,4	250,25	293,5	55,3	2154,3
24/4/2009	528,7	62,8	362,6	0,0	455,8	104,7	240,90	286,3	57,7	2224,7
1/5/2009	543,0	66,1	367,7	0,0	403,6	104,5	222,92	250,2	59,5	2143,1
8/5/2009	554,1	69,6	365,8	0,0	403,6	104,1	164,74	249,3	61,6	2097,0
15/5/2009	569,4	72,1	384,1	0,0	428,8	124,0	162,92	246,5	64,7	2172,1
22/5/2009	580,6	74,5	430,5	0,0	428,8	127,9	160,78	236,5	65,4	2220,7
29/5/2009	597,6	79,8	430,9	0,0	372,5	124,2	154,69	184,9	69,6	2130,1
5/6/2009	606,2	80,7	427,6	0,0	372,5	126,1	145,14	176,8	70,6	2121,9
12/6/2009	622,3	83,9	427,4	0,0	336,6	119,6	140,82	165,9	69,9	2081,4
19/6/2009	633,1	87,8	455,3	0,0	336,6	123,7	136,00	150,3	72,5	2110,8
26/6/2009	647,8	92,1	467,1	0,0	282,8	123,7	128,07	121,6	73,2	2052,3
3/7/2009	657,0	96,8	462,5	0,0	282,8	118,9	119,67	115,3	73,9	2042,6
10/7/2009	668,5	97,8	462,4	0,0	273,7	116,4	114,16	109,4	75,9	2033,2
17/7/2009	677,2	99,5	489,1	0,0	273,7	111,9	112,36	111,8	77,9	2067,4

Sources : Federal Reserve, Datastream

Tableau 3b

Programme d'achats d'obligations des agences et des RMBS par la Fed
Achats de 1250 Md $ de RMBS d'agences
Achats de 200 Md $ de titres d'agences
Achats de titres du Trésor à hauteur de 300 Md $

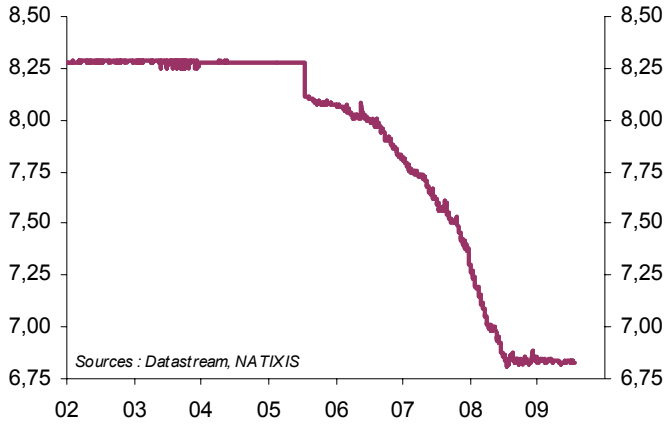
TALF : programme de financement des ABS (student loans, car loans, consumer credit)
Financement jusqu'à 1 trillion pour aider les émetteurs d'ABS

Il nous semble que la politique monétaire, même non conventionnelle devient très inefficace dans une situation d'excès d'endettement.

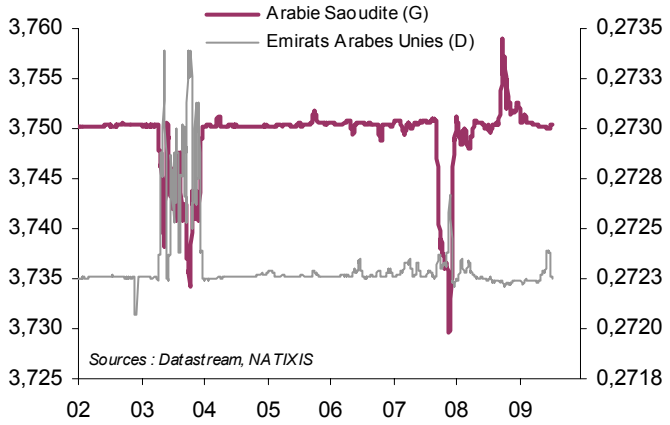
 # 2 Politiques de changes

Les Etats-Unis pourraient décider **d'essayer de déprécier massivement le dollar, mais c'est impossible dans le régime présent de change où la Chine et les pays exportateurs de pétrole ont lié leur monnaie au dollar (graphiques 8a-8b).**

Graphique 8a
Taux de change RMB contre le dollar

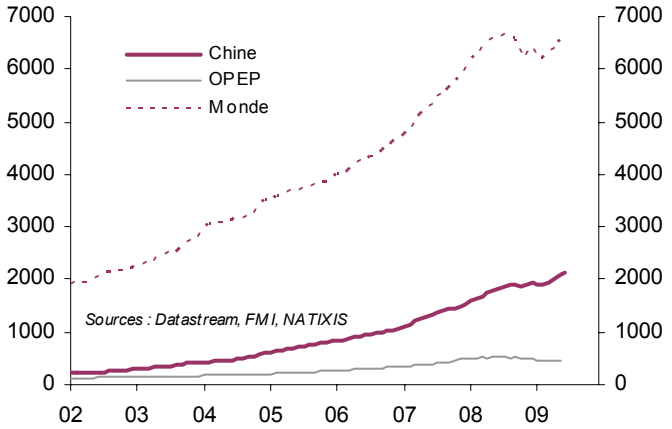


Graphique 8b
Taux de change contre le dollar

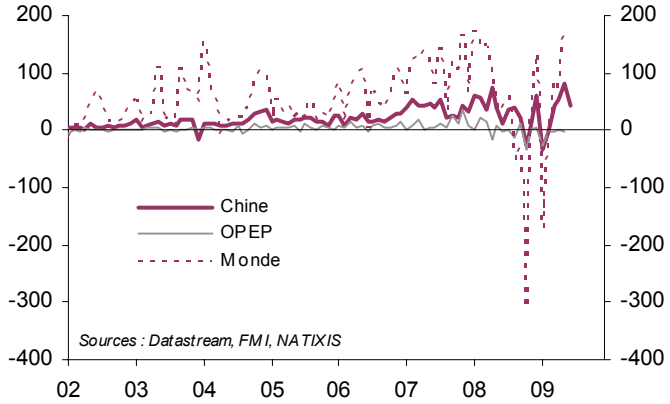


Tout effort (baisse des taux d'intérêt, création monétaire, déficit public pour augmenter à nouveau le déficit extérieur des Etats-Unis) **pour déprécier le dollar aboutit seulement, tant que cet arrangement de change dure, à une hausse des réserves de change des pays qui ont lié leur monnaie au dollar,** ce qu'on voit bien à nouveau à partir du deuxième trimestre 2009 **(graphiques 9a-9b).**

Graphique 9a
Réserves de change (en Mds de $)



Graphique 9b
Variation sur un mois des réserves de change (en Mds de $)



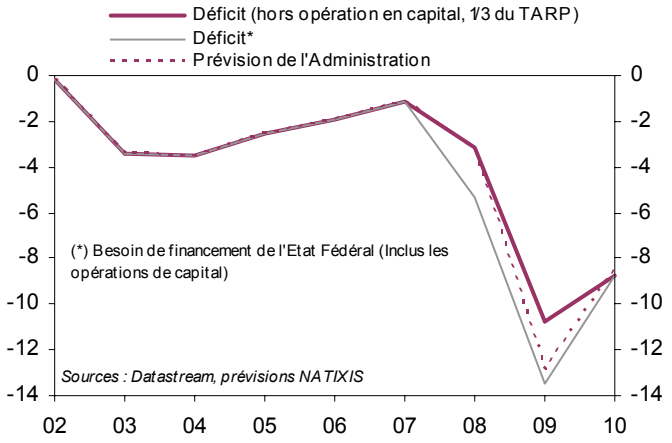
Politique budgétaire encore plus expansionniste : possible techniquement, difficile politiquement

Passer à une politique budgétaire encore plus expansionniste à partir de 2010 que celle qui a été annoncée **(graphique 10) est techniquement possible :**

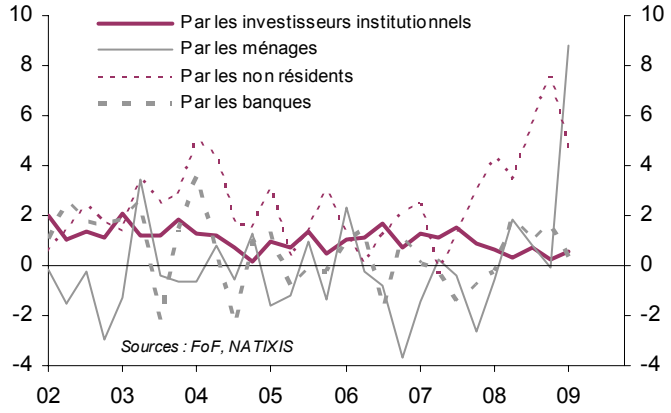
- si la croissance reste faible, **l'aversion pour le risque des investisseurs restera élevée, et ils continueront à investir en titres publics à des taux d'intérêt faibles (graphiques 11a-11b) ;**

- **dans le régime de change décrit plus haut, les pays qui lient leur monnaie au dollar doivent acheter tous les dollars offerts qui ne trouvent pas d'acheteur** au taux de change fixe, ce qui facilite évidemment le financement du déficit budgétaire américain.

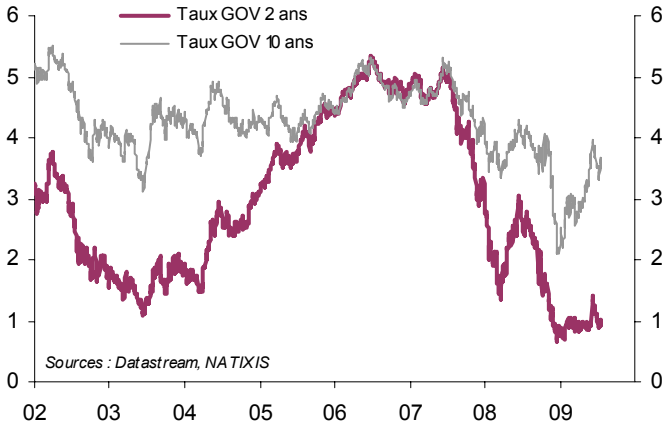
Graphique 10
Etats-Unis : déficit public (en % du PIB)



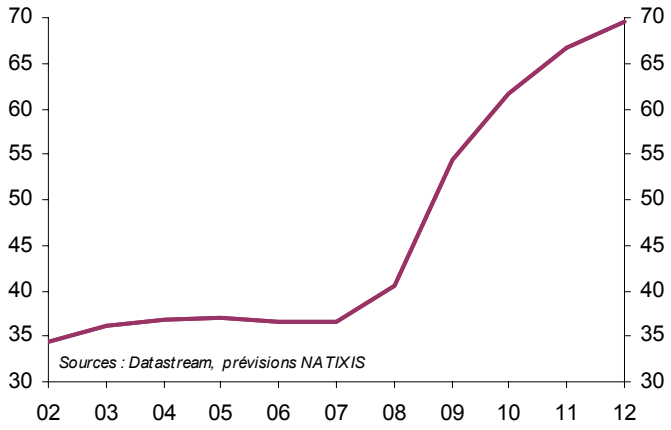
Graphique 11a
Etats-Unis : achats d'obligations publiques (en % du PIB)



Graphique 11b
Etats-Unis : taux d'intérêt



Graphique 12
Etats-Unis : dette publique (en % du PIB)



Mais accroître encore le déficit public aux Etats-Unis peut être difficile politiquement : le Congrès risque de refuser une hausse encore plus rapide de la dette publique (graphique 12), d'autant plus que la prévision de croissance forte de l'Administration avait comme objectif de pouvoir montrer une réduction rapide dans le futur du déficit public (tableau 4).

Tableau 4
Etats-Unis : prévisions de l'Administration

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB en volume (en % par an)	-1,2	3,2	4	4,6	4,2	2,9	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Déficit public (en % du PIB)	12,9	8,5	6	3,4	2,9	2,9	2,7	3,2	3,2	3,1	3,4

Soucres : Administration, CBO (mai 2009)

Synthèse : peut-être aucune réaction à la croissance décevante aux Etats-Unis

Nous pensons qu'il est extrêmement probable **qu'à partir de 2010 la croissance aux Etats-Unis, en l'absence de reprise du crédit, soit beaucoup plus faible que ce qui est aujourd'hui annoncé par l'Administration américaine et par la Réserve Fédérale.**

Mais nous pensons qu'il est possible qu'il n'y ait pas de réaction de politique économique à cette situation :

- dans une situation de désendettement, les politiques monétaires, même non conventionnelles, sont inefficaces ;
- le taux de change du dollar ne peut pas beaucoup varier tant que la Chine et les pays de l'OPEP lient leur monnaie au dollar ;
- il serait techniquement possible (avec l'aversion pour le risque élevée des investisseurs et le régime de change choisi par la Chine et les pays de l'OPEP) d'accroître encore le déficit public des Etats-Unis, mais c'est probablement difficile politiquement.