

11 décembre 2009 - N° 544

L'administration américaine n'a pas renoncé à l'espoir insensé de faire redémarrer la demande des ménages américains

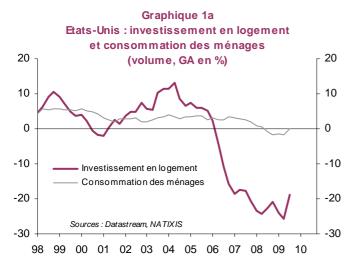
Il est très probable que la demande des ménages américains va être durablement affaiblie avec l'excès d'endettement avant la crise et la très forte hausse des défauts qui en résulte ; la perte massive de richesse, le recul des revenus salariaux et la nouvelle dégradation de la nature des emplois (désindustrialisation accélérée) ; la plus grande prudence des banques, le recul de la titrisation, etc...

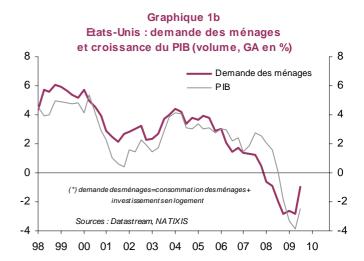
Normalement, il faudrait se résigner à ce que la demande des ménages soit affaiblie durablement et chercher d'autres relais de croissance : exportations, nouvelles industries. Ceci est en théorie le cas aux Etats-Unis mais, dans la pratique, l'essentiel des politiques économiques vise à faire repartir la demande des ménages : transferts publics aux ménages et baisses d'impôt, taux d'intérêt nuls, programme d'achat d'actifs visant à faire baisser les taux des crédits hypothécaires, aide à l'achat de voitures et de maisons, injections massives de liquidités dans les comptes des banques. Si, comme il faut s'y attendre, la demande des ménages américains ne peut pas redémarrer durablement, alors il s'agit d'un immense gâchis : des dettes publiques et un excès massif de liquidités contre aucune contrepartie durable.

RECHERCHE ECONOMIQUE Rédacteur : Patrick ARTUS



De multiples raisons pour croire à une faiblesse durable de la demande des ménages américains La crise casse la croissance forte antérieure de la demande des ménages américains (graphique 1a), qui était le moteur de la croissance globale aux Etats-Unis (graphique 1b).

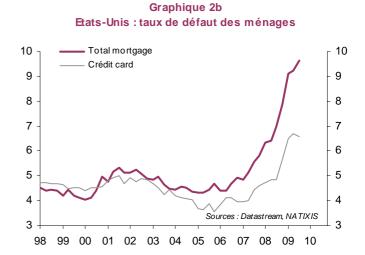




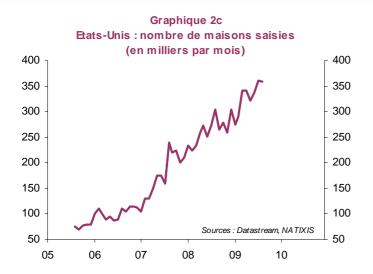
Nous pensons que cette situation de faiblesse de la demande des ménages est durable pour de multiples raisons :

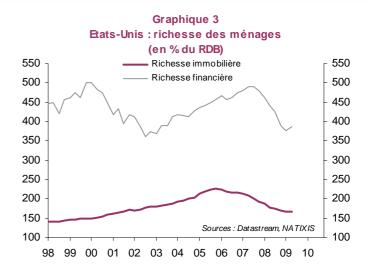
- la hausse du taux d'endettement des ménages (et corrélativement la baisse de leur taux d'épargne, graphique 2a) avant la crise ont conduit à un niveau d'endettement excessif des ménages, révélé par l'importance de la hausse des défauts des ménages (graphique 2b), des saisies de maisons (foreclosures, graphique 2c) déclenchées par la crise;
- la crise a impliqué une forte baisse de la richesse des ménages (graphique 3), qui est très loin d'être corrigée, et qui réduit la capacité d'endettement des ménages (qui conduit à une remontée de leur épargne);

Graphique 2a Etats-Unis: taux d'épargne et dette des ménages 140 8 Dette totale des ménages (en %du RDB,G) Taux d'éparque brut des ménages (D) 130 7 120 6 5 110 100 4 Sources: Datastream, NATIXIS 90 3 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10

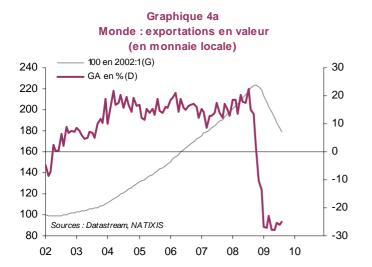








• la crise a accéléré la désindustrialisation, puisque les postes de la demande qui reculent le plus sont les biens durables liés au crédit, que la faiblesse des anticipations de demande conduit aux délocalisations, que le commerce mondial s'est contracté (graphique 4a). Il en résulte des pertes massives d'emplois manufacturiers (graphique 4b) qui contribuent à la perte de revenu puisque ces emplois sont parmi ceux où les niveaux de salaire sont les plus élevés (tableau 1);



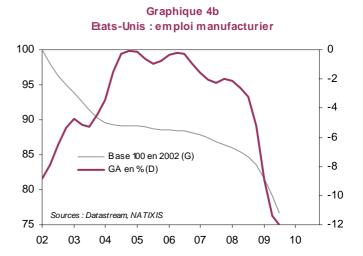


Tableau 1
Etats-Unis-Salaire annuel par tête et secteur

en Dollar	Total	Services financiers	Manufacturier	Construction	Commerce de gros	Commerce de détail	Services aux entreprises	Services aux particuliers
2008	29183	34911	34719	40418	36958	18559	35432	27582

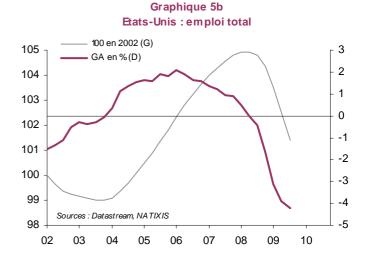
Sources : Datastream, BLS, Natixis

 la perte de revenus salariaux est très importante et va le rester (graphique 5a) avec les pertes d'emplois (graphique 5b), la compression des salaires par les entreprises qui restaurent leur profitabilité (graphique 5c) par la baisse des coûts salariaux, la désindustrialisation;



Flash

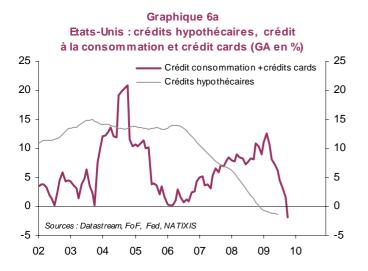
Graphique 5a Etats-Unis: masse salariale réelle des ménages déflaté par les prix conso (yc benefits,GA en %) Base 100 en 2002 (G) GA en %(D) -2 -4 Sources: Datastream, NATIXIS -6

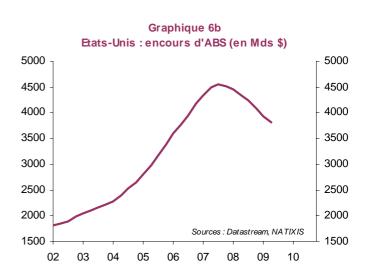


Graphique 5c

Etats-Unis : coût salarial unitaire et salaire nominal par tête (Yc benefits, GA en %) Coût salarial unitaire Salaire no minal par tête -2 -2 Sources: Datastream, BLS, NATIXIS -4

les banques vont être plus prudentes dans la distribution de crédits aux ménages (graphique 6a) avec l'observation des taux de défaut atteints pendant la crise, avec le recul des possibilités de titrisation (graphique 6b).



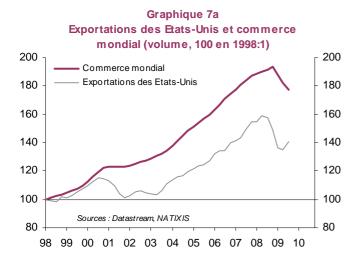


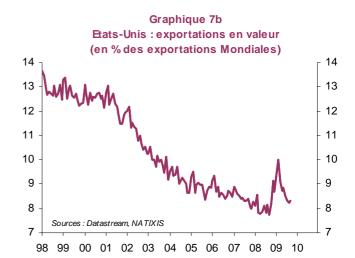


Tous ces facteurs rendent très improbable le retour à une croissance importante de la demande des ménages aux Etats-Unis pendant plusieurs années.

Il serait donc raisonnable de rechercher d'autres sources pour la croissance Si la demande des ménages américains est condamnée à rester faible, on peut penser que l'administration devrait chercher à mettre en place d'autres sources pour la croissance :

 les exportations, mais la capacité à exporter davantage des Etats-Unis est limitée comme le montre l'évolution de leurs parts de marché (graphiques 7a/7b);





les nouveaux secteurs (green business...); il existe bien sûr un effort dans ce sens (tableau 2), mais il reste faible par rapport à la perte d'activité et de demande des ménages observée aux Etats-Unis.

Tableau 2 Etats-Unis

Financement des projets d'énergie et d'environnement	\$Mds
L'efficacité énergétique et les énergies renouvelables	16,8
Les garanties fédérales pour les crédits pour les systèmes des énergies renouvelables et de la transmission d'électricité	6
Subventions d'états pour les projets de l'infrastructure d'eau	5,8
Autres projets d'énergie inclus le programme de rénovations des grilles électriques ("smart grid", \$4,4Md)	22,4
Autres projets d'environnement inclus le développement capital des parcs nationaux	4,7
Autres	1
Total	56,7

Source : Natixis

Il faut cependant reconnaître que l'essentiel de l'effort de l'administration aux Etats-Unis a consisté à essayer de faire repartir la demande des ménages.

Les politiques économiques menées aux Etats-Unis visent surtout à faire redémarrer la demande des ménages Nous avons vu pourquoi il est très improbable que la demande des ménages américains puisse redémarrer durablement. Evidemment, un soutien à court terme des revenus des ménages peut entraîner un redressement transitoire de la demande des ménages, mais nous ne croyons pas qu'il puisse s'agir d'un redressement durable.



Pourtant:

l'Administration américaine a fortement accru les transferts aux ménages (subventions à l'achat de voitures, de logements, tableau 3, indemnisation du chômage...) et a fortement réduit les impôts des ménages (graphique 8a). Ceci explique le maintien d'une croissance légèrement positive du pouvoir d'achat du revenu des ménages alors que les salaires réels reçus par les ménages chutent (graphique 8b), d'où la résistance, mais seulement à court terme, de la consommation (graphique 1a plus haut);



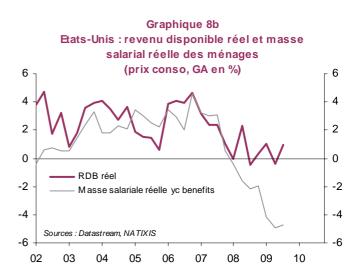


Tableau 3
Etats-Unis - Aides Publiques à l'achat de voitures

1) Prime à la casse ou Car Allowance Rebate System (CARS) ou « cash-for-clunkers » : une prime à la casse de \$3500 ou \$4500 pour l'achat d'un véhicule neuf en remplacement d'un véhicule avec un taux d'économie de l'essence de moins de 18 miles le gallon.

Le Congrès a passé la loi en juin et le programme a été mise en place depuis la fin juillet. La demande a dépassé toutes attentes puisque 1 Md\$ initialement prévu pour le programme était épuisé vers le début d'août, ce qui a entrainé le prolongement urgent et l'attribution des 2 Md\$ supplémentaires. Le programme était finalisé en fin août avec 2,9 Md\$ dépensés sur 3 Md\$ dédiés.

Années	Montant
juillet-août 2009	coût : 2,9Md\$

Etats-Unis - Aides publiques à l'achat de logements

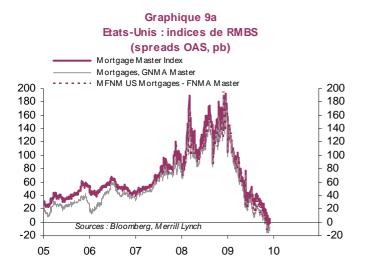
	Annees	Montant
The Housing and Economic Recovery Act of 2008 a établi le crédit d'impôt de \$7500 pour le primo-accédants pour un achat de la résidence principale au cours de 2008. L'Americai Recovery and Reinvestment Act of 2009 a prolongé le programme et augmenté le montant di crédit à \$8000 pour les achats effectués avant le 1 décembre 2009. Le 6 novembre 2009 le programme a été encore prolongé par le Congrès pour les contrats signés avant le 30 avr 2010 et les transactions finalisées avant le 30 juin 2010. Cette nouvelle loi a apporté quelque autres modifications : • Le prix de la maison achetée doit être inférieur à \$800 000. • Les acheteurs de la nouvelle résidence principale qui ont habité dans leur résidence précédente au moins pendant 5 ans peuvent être éligibles à un crédit de \$6500. • La limite du revenu annuel pour être éligible pour le crédit a été augmentée de \$75 000 à 125 000 pour un individu et de \$150 000 à \$225 000 pour les couples contribuants Le montant dépensé sur le programme avant cette dernière prolongation s'est élevé à 10 Md\$ pour 1,4 million américains participants. Coût estimé de prolongation est de 10,2 Md\$	n e	\$6500 et \$8000

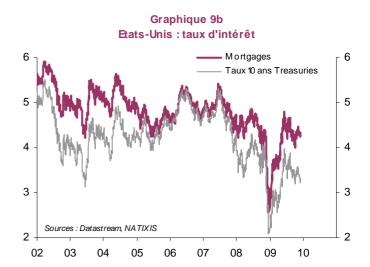
Source : Natixis

NATIXIS

Flash

• la Réserve Fédérale a acheté des titres de tous types liés au marché des crédits immobiliers (obligations et MBS des agences, RMBS), afin de faire baisser le coût de financement des Agences liées à l'immobilier (graphique 9a) et les taux d'intérêt des crédits hypothécaires (graphique 9b);





la Réserve Fédérale a massivement injecté des liquidités dans les bilans des banques (graphique 10a) pour essayer de faire redémarrer le crédit aux ménages, ce qui ne se produit pas (graphique 6a plus haut), a maintenu des taux d'intérêt quasi nuls (graphique 10b).

Graphique 10a Etats-Unis: base monétaire et réserves des banques (en Mds de \$) 2500 2500 Base monétaire Réserves des banques auprès de la FED 2000 2000 1500 1500 1000 1000 500 500 Sources : Datastream NATIXIS 0 0 03 04 05 06 07 08 10 02 09

Graphique 10b Etats-Unis: taux d'intérêt 6 6 Taux 2 ans emprunt d'Etat 5 5 4 4 3 3 2 2 1 1 Sources : Datastream NATIXIS 0 0 03 05 06 07 80 10 02 04 09

Synthèse : un immense gâchis de politique économique

Notre position est donc la suivante :

- il n'est pas possible aujourd'hui de faire repartir durablement la demande des ménages américains, pour les raisons vue plus haut;
- pourtant, l'administration américaine et la Réserve Fédérale accumulent une énorme dette publique et une énorme offre de monnaie pour essayer de faire redémarrer la demande des ménages;
- dans un an, une fois que les effets transitoires de relance auront disparu, il restera donc seulement les dettes et l'excès de liquidité.