

NOTE MENSUELLE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

6 mai 2011 - N° 5

Etats-Unis

Table des matières

Tableau de prévisions	p. 2
Scénario Etats-Unis	p. 3
Focus thématique	p. 6
Principaux indicateurs	p. 7

Etats-Unis: imbroglio budgétaire

- Après un ralentissement temporaire de l'activité au cours du premier trimestre 2011, nous attendons une poursuite de la reprise, avec une croissance proche du potentiel. Toutefois, les risques baissiers sur la croissance sont nombreux : prix du pétrole croissants, remontée des taux long, dynamique de la dette publique.
- Même si l'amélioration continue de l'environnement économique et la fin de certains programmes devrait permettre aux finances publiques de se consolider quelques peu, la taille du déficit structurel remet toujours en question la soutenabilité de la dette à moyen-long terme.
- Les dépenses discrétionnaires, qui ne représentent qu'une faible fraction du budget, ont occupé jusqu'à maintenant le centre du débat. Toutefois, le vieillissement de la population, le départ à la retraite des « *baby boomers* » et la hausse importante des coûts de la santé sont les menaces les plus importantes pour la pérennité des finances publiques.
- Pour le moment, les deux projets de consolidation fiscale proposés (le plan Ryan et le plan Obama) présentent chacun une vision partisane de la réforme budgétaire et ont donc peu de chance de voir le jour sous leur forme actuelle. Dans ce contexte de fort clivage politique, la solution pourrait au final venir de l'effort de la commission bipartisane, qui travaille actuellement sur un projet de consolidation fiscale de long terme en essayant de le rendre crédible, efficace et politiquement acceptable.

Rédacteurs :
Inna MUFTEEVA
Thomas JULIEN

Focus: amélioration des conditions d'octroi de crédit

Directeur de la publication :
Patrick Artus

Economic and Financial Forecasts

Key statistics in US	2009	2010F	2011F	2012F
Personal Consumption Expenditures (yoy, %)	-1,2	1,7	2,9	2,3
Government Expenditures and invest.(yoy, %)	1,6	1,0	-1,1	-0,8
Investment in equipment and software (yoy, %)	-15,3	15,3	10,7	7,9
Residential investment (yoy, %)	-22,9	-3,0	-1,9	4,3
Inventories (contrib., pt %)	-0,6	1,4	-0,1	0,2
Exports (yoy, %)	-9,6	11,8	7,1	5,1
Imports (yoy, %)	-13,8	12,6	4,5	4,7
Net exports (contrib., pt %)	1,1	-0,5	0,2	-0,1
GDP	-2,6	2,9	2,5	2,4
Inflation	-0,4	1,6	3,0	1,7
Unemployment rate	9,2	9,6	8,7	8,3
Public deficit (% GDP)*	-10,0	-8,8	-9,9	-8,4
Current account (as a % of GDP)	-2,7	-3,2	-3,2	-3,3

Businesses	2008	2009*	2010*
Profit rate (% GDP)	8,8	8,9	11,1
Self financing ratio	74,5	104,7	104,9
Debt (% of Corporate GDP)	100,0	107,1	104,9

Households	2008	2009*	2010*
Savings ratio	4,1	5,9	5,6
Unemployment rate	5,8	9,2	8,9
Debt (% of disposable income)	126,4	123,7	117,2

* latest available data

*for 2009, public deficit of the Federal government, excluding capital operations (1/3 of the TARP included)

Quarterly changes, US	Q2-10	Q3-10S	Q4-10F	Q1-11F	Q2-11F	Q3-11F	Q4-11F	Q1-12F	Q2-12F	Q3-12F	Q4-12F
GDP (Q/Q annualized, %)	1,7	2,6	3,1	1,7	2,9	2,8	2,7	2,1	2,1	2,2	2,2
GDP (yoy, %)	3,0	3,2	2,8	2,3	2,6	2,6	2,5	2,6	2,4	2,3	2,1
Inflation	1,8	1,2	1,3	2,1	3,4	3,4	3,1	2,0	1,4	1,6	1,8
Unemployment rate	9,6	9,6	9,6	8,9	8,7	8,6	8,5	8,4	8,4	8,3	8,3
Fed Funds rate (end of the quarter)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,75	1,00	1,25	1,75

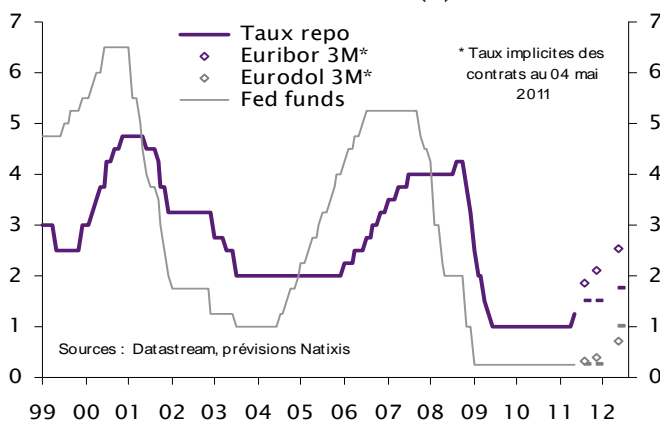
International environment	2010F	2011F	2012F
Eurozone			
GDP (yoy, %)	1,7	1,5	1,6
Inflation (%)	1,6	2,6	2,0
Public Deficit (% GDP)	-6,0	-4,3	-3,5
Japan			
GDP (yoy, %)	4,0	0,2	2,6
Inflation (%)	-0,7	0,2	0,0
Public Deficit (% GDP)	-7,7	-10,0	-10,0
WTI (Brl.\$, annual average)	80	94	96

Interest rates	31-Mar	3M	6M	12M
ECB Repo	1,25	1,50	1,50	1,75
10A Bund	3,26	3,35	3,40	3,55
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,75
10A Treasuries	3,31	3,55	3,70	4,20
Exchange rates	31-mars	3M	6M	12M
EUR/USD	1,48	1,50	1,45	1,35
USD/JPY	82	82	83	86

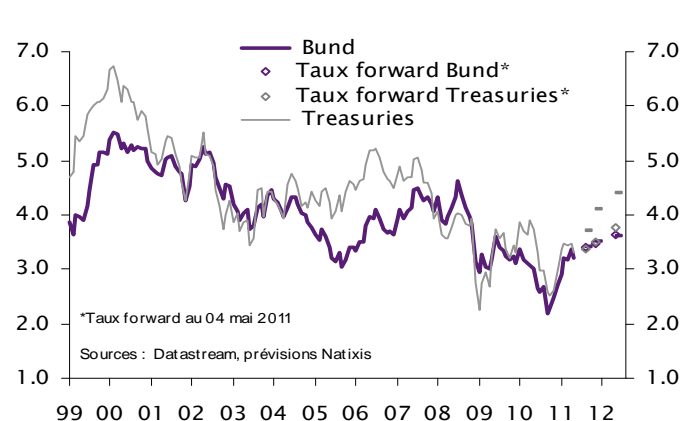
Sources : BEA, BLS, Fed, CBO, Natixis forecasts

Released Data

Taux directeurs (%)

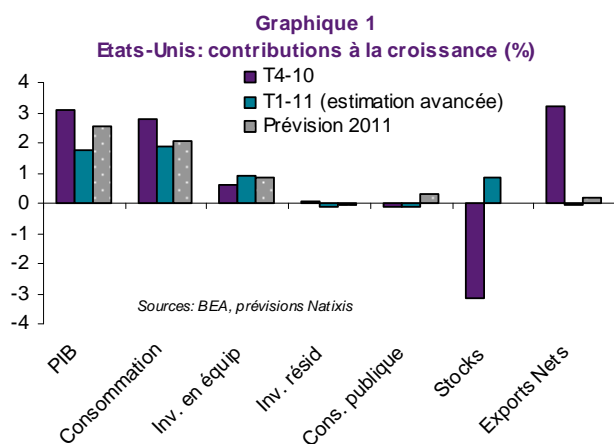


Taux 10 ans annualisés



Croissance : ralentissement de l'activité au T1 2011

La croissance économique aux Etats-Unis a considérablement ralenti au T1 2011, comme l'a montré la publication de la première estimation des comptes nationaux du trimestre. En effet, le PIB a progressé de 1,8% T/T en rythme annualisé au T1-11 contre 3,1% au T4 2010. A l'exception de l'investissement en équipement et logiciels, qui a augmenté de 11,6% T/T au T1, la plupart des composantes ont montré un ralentissement ou une baisse par rapport au trimestre précédent (**graphique 1**). Cependant, les facteurs qui ont pesé sur la croissance en ce début de l'année s'avèrent temporaires et leurs effets transitoires.

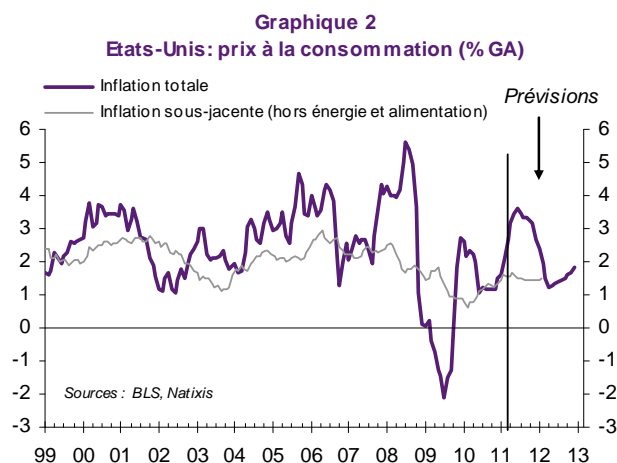


La consommation privée n'a progressé que de 2,7% T/T en ra contre 4% au T4 2010 sous l'impact négatif des conditions météorologiques (tempêtes de neige en janvier et février sur la côte Est) et d'une envolée des prix du pétrole (dont des prix de l'essence). Dans les trimestres à venir les finances des ménages devraient être encore soutenues par les mesures fiscales (payroll tax holiday) ce qui suggère le maintien des dépenses privées sur des niveaux relativement élevés. La consommation publique a diminué de 5,2% tirée à la baisse par un effondrement inattendu des dépenses portant sur la défense, qui ne devrait pas se poursuivre les prochains trimestres. L'investissement résidentiel, enclin à de fortes variations saisonnières s'est de nouveau effondré au T1 (de 4,1%), après avoir rebondi au T4 2010. Le commerce extérieur a apporté une contribution négative à la croissance (-0,1pt) due à une remontée des importations de biens en janvier et à un effondrement des exportations en février lié à un ralentissement marqué de l'activité en Chine pendant les célébrations du Nouvel An chinois. La demande extérieure solide et la dépréciation rapide du dollar devraient maintenir une tendance haussière pour les exportations des Etats-Unis, alors que la hausse des dépenses des ménages devrait soutenir les importations. Nous attendons donc une contribution légèrement positive du commerce extérieur dans les deux trimestres à venir, mais un recul vers la fin de l'année due à un ralentissement de l'activité mondiale (impact des prix des matières premières durablement élevés).

Par ailleurs, le redressement des importations au T1 2011 (après une baisse de 12,6% au T4 2010) a permis une accumulation plus importante des stocks qu'au T4 2010, ce qui a contribué de 0,8pt à la croissance du trimestre.

Scénario 2011 : risque baissier plus prononcé

En raison d'une révision à la hausse des prévisions des prix du pétrole, nous avons légèrement modifié notre scénario macroéconomique en intégrant davantage le facteur d'une envolée des prix de l'énergie dans les prévisions d'inflation. La persistance de la remontée des prix du pétrole (le WTI a atteint 114 \$ le baril en fin d'avril) suggère une hausse de la composante énergie du CPI plus forte que prévu. L'inflation totale devrait donc monter à 3% en moyenne en 2011. Cependant, la stabilisation des prix du pétrole (sur un niveau d'environ 107\$ le baril pour le WTI en moyenne en 2011 selon nos prévisions) devrait atténuer la hausse des prix en 2012 : l'inflation totale est attendue à 1,6%, proche de sa tendance sous-jacente (anticipée à 1,5%) en 2012 (**graphique 2**).



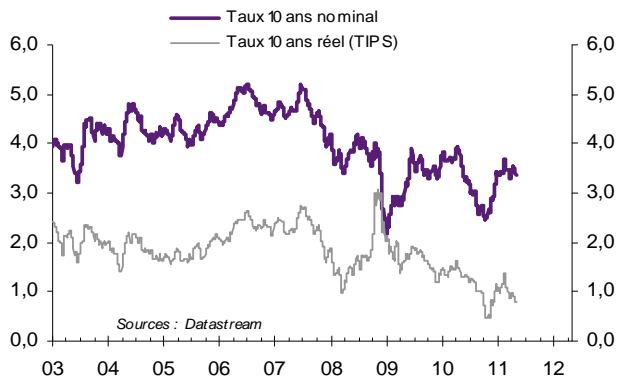
Cette tendance est surtout inquiétante puisqu'en l'absence d'effets de second tour (indexation des salaires sur l'inflation) une hausse des prix importée, accompagnée d'une dépréciation marquée de la devise nationale réduit le pouvoir d'achat des ménages. Cela pourrait donc affecter les volumes de la consommation, ce qui crée un risque baissier sur notre scénario.

Remontée des taux longs

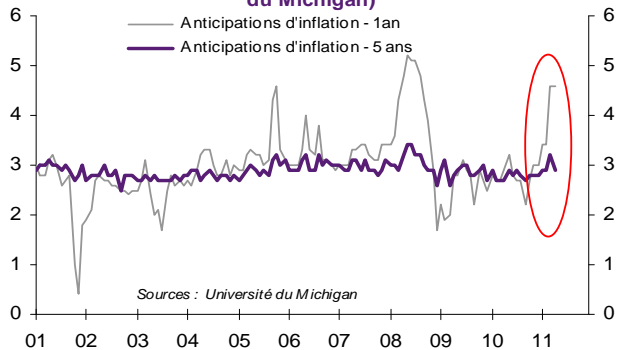
L'inflation élevée est cependant favorable au Trésor dont la dette se dévalorise en termes réels et dont le coût de financement réel baisse également (toutes choses égales par ailleurs). Néanmoins, cet acquis n'est pas garanti si les taux d'intérêt nominaux augmentent.

Les anticipations de croissance de moyen terme revues à la hausse depuis mi-2010, la fin du QE2 attendue et les inquiétudes sur la qualité de la dette souveraine des Etats-Unis ont déclenché un cycle de remontée des taux d'intérêt réels depuis octobre 2010 (**graphique 3**). Cependant, depuis la fin février 2011 la hausse importante de l'inflation et des anticipations d'inflation à court terme ont eu un impact positif sur les taux réels (**graphique 3, 4**).

Graphique 3
Etats-Unis: taux d'intérêt à 10 ans (Treasuries)



Graphique 4
Etats-Unis: anticipations d'inflation (Université du Michigan)

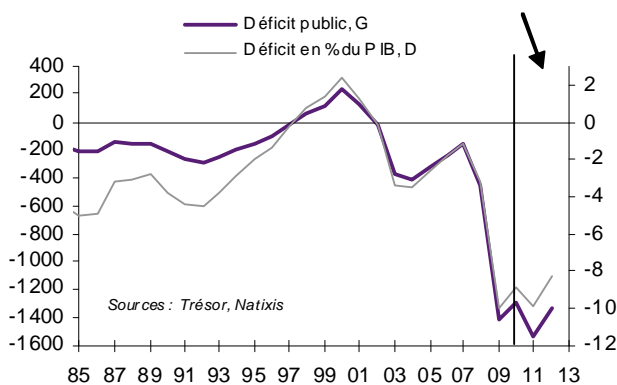


Cette amélioration temporaire ne résout toutefois pas le problème structurel de la qualité de la dette américaine – les finances publiques durablement dégradées.

Poursuite d'une hausse de la dette publique à long terme

Les stabilisateurs fiscaux automatiques (indemnités chômage, assurance santé publique) qui ont été activés au cours de la crise ainsi que les mesures fiscales discrétionnaires d'urgence prises par le gouvernement (stimulus fiscal de 787Md\$) ont amené le déficit budgétaire à 10% du PIB en 2009 (graphique 5).

Graphique 5
Etats-Unis : Déficit public hors TARP (Md\$ et en % du PIB) Prévisions

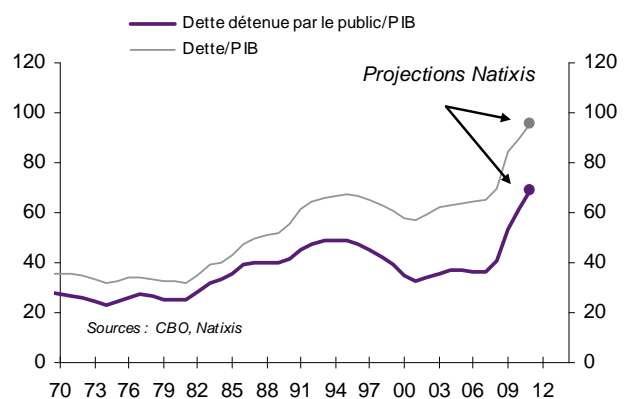


L'expiration de certains programmes et la reprise de la croissance (qui est passée de -2,6% en 2009 à 2,9% en

2010) ont légèrement réduit le déficit cyclique. Le déficit public des Etats-Unis a donc atteint 1466 Md\$ ou 8,8% du PIB pour l'année fiscale 2010, mais devrait de nouveau augmenter en 2011 sous l'effet d'un nouveau stimulus fiscal introduit en fin d'année 2010.

Malgré une légère amélioration à prévoir pour la partie cyclique, le déficit structurel reste trop important ce qui empêche la stabilisation du niveau de la dette publique, qui ne cesse donc d'augmenter (graphique 6).

Graphique 6
Etats-Unis: Dette publique en % du PIB



Faibles marges de manœuvre sur les dépenses discrétionnaires non-militaires

La structure des dépenses publiques de l'Etat fédéral (tableau 1) montre que la part des dépenses discrétionnaires hors défense, qui inclut les dépenses sur l'éducation, les infrastructures et l'innovation est marginale (environ 20%). Cependant, avec le budget sur la défense c'est le seul type de dépenses qui doit être adopté annuellement par une résolution du Congrès.

Tableau 1

Dépenses publiques réalisées en 2010

Dépenses publiques	Md\$	en %
Discretionnaires, dont	1349	39
défense	689	19,9
non défense	660	19,1
Mandataires, dont	1910	55,3
Sécurité Sociale (retraites)	701	20,3
Medicare	520	15
Medicaid	273	7,9
Charge d'intérêt	197	5,7
Dépenses totales	3456	100

Source: CBO

La réduction du budget militaire étant une question sensible pour le parti Républicain, les dépenses discrétionnaires hors défense constituent le point de départ du débat sur la consolidation budgétaire. En effet, la version votée du budget 2011 prévoit des coupes budgétaires de l'ordre de 40Md\$ sur ces dépenses.

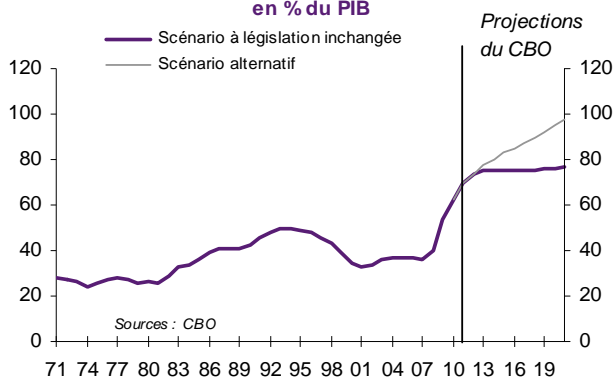
Les dépenses mandataires qui représentent 55% des dépenses totales et découlent principalement de programmes sociaux dont le financement n'a presque

jamais été remis en cause par le Congrès (malgré plusieurs essais des administrations).

Le vieillissement de la population avec le départ à la retraite de la génération des « baby boomers », accompagné par une progression rapide des coûts de la santé engendrent une pression haussière sur les montants des programmes sociaux financés par l'Etat (système de retraite, programmes d'assurance pour les personnes âgées, handicapées et les plus démunies - Medicare et Medicaid). Par ailleurs, la prolongation très probable des allègements fiscaux de l'administration Bush (qui doivent expirer en fin d'année 2012) devrait également peser sur les recettes fiscales à long terme.

Selon le scénario alternatif du CBO qui prend en compte les ajustements possibles de la politique fiscale (y compris la prolongation des baisses d'impôt) la dette publique négociable des Etats-Unis pourrait approcher 100% du PIB en 2020 (graphique 7). La poursuite de la détérioration de la situation budgétaire du pays paraît donc inévitable.

Graphique 7
Etats-Unis: dette publique détenue par le public
en % du PIB



Où en est le débat budgétaire ?

La révision à la baisse de la perspective de long terme de la dette des Etats-Unis de « stable » à « négative » par l'agence de notation S&P a de nouveau mis en évidence la nécessité d'un projet fiscal crédible à moyen et long terme. Les différences idéologiques entre les deux grands partis américains représentent le principal obstacle face à la mise en place d'un tel projet, d'autant plus qu'il nécessitera des décisions politiquement dures et peu populaires.

Lancement difficile des débats

Plusieurs groupes de législateurs ont déjà pris l'initiative de présenter leurs projets. Celui publié en décembre 2010 par une commission bipartite mise en place par Obama (Bowles-Simpson Act) n'a pas donné lieu à des discussions détaillées du plan, les législateurs des deux camps préférant s'éloigner des propositions parfois considérées trop radicales.

Républicains vs Obama : pas de gagnant

Sous pression des activistes du mouvement « tea-party » les Républicains ont été les premiers à annoncer leur propre plan. Paul Ryan a présenté un plan de réforme fiscale qui devrait réduire le déficit de 4,4 trillions de \$ sur 10 ans, par

la mise en place de baisses des dépenses discrétionnaires, réforme des programmes sociaux Medicare et Medicaid et la reprise de la croissance stimulée par la réforme du système de taxation (baisse du taux d'imposition des entreprises).

Malgré le vote favorable de la Chambre des Représentants (contrôlée par les Républicains), ce projet partisan a peu de chances de voir le jour, car le Sénat (contrôlé par les Démocrates) et/ou le Président le bloqueront très probablement.

De son côté, l'administration, Obama a présenté son projet basé sur certaines propositions déjà annoncées dans le budget 2012. Il prévoit une réduction du déficit de 4 trillions de \$ sur 12 ans avec une baisse des dépenses, une hausse des recettes (des impôts) et l'économie de 1 trillion de \$ sur la charge d'intérêt de la dette publique. Le projet a également rencontré une forte opposition. Les Républicains l'ont trouvé peu ambitieux et inacceptable du point de vue idéologique (pour les hausses d'impôt).

The « Gang of Six »

Finally, le troisième projet est préparé par une commission bipartite comprenant 3 sénateurs Démocrates et 3 Républicains. La coopération a été lancée par deux sénateurs appartenant aux partis opposés : S.Chambliss et M.Warner qui ont réuni leurs efforts avec quatre sénateurs en provenance de la commission bipartite d'Obama. La présence de ces derniers laisse présager que les propositions de ce projet seront basées sur les celles de l'Act Bowles-Simpson.

Ainsi, on peut s'attendre à un mix de baisses des dépenses, de hausse des recettes et de réformes structurelles. Notamment, afin d'en assurer la crédibilité, le plan pourrait proposer un ensemble de cibles fiscales à atteindre à moyen terme. L'échec dans l'atteinte de la cible déclencherait des stabilisateurs automatiques (coupes des dépenses). Un autre changement structurel assez probable est une réforme du système de taxation, avec la simplification du code de taxes (l'élimination de certains allègements d'impôts permettra de baisser le taux de taxation surtout pour les entreprises). La modification des programmes Medicaid et Medicare sera un sujet central pour le traitement des dépenses mandataires.

Difficultés politiques

Les divergences idéologiques, déjà importantes au sein de la commission seront encore plus dures à surmonter au niveau du Congrès. En effet, les Républicains peuvent choisir le blocage et espérer passer un projet plus partisan après les élections 2012. Les Démocrates qui se retrouvent en position de faiblesse et qui doivent conserver leur base électorale pour 2012, devraient s'opposer aux propositions trop radicales de coupes de dépenses. Ainsi, cet équilibre non-coopératif devrait rendre les négociations encore plus difficiles. Pour le moment, le défi principal du Congrès reste le passage de la hausse de la limite légale de la dette publique qui doit assurer le financement des activités de l'Etat fédéral.

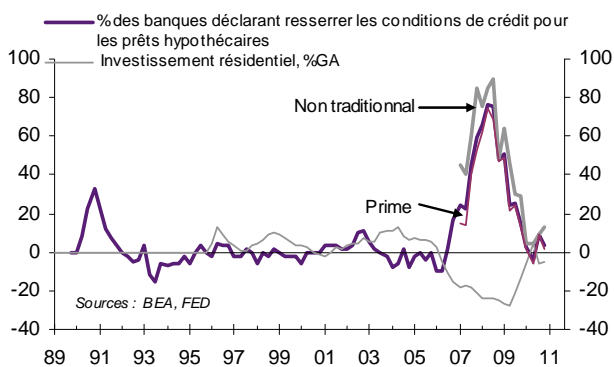
Focus : amélioration des conditions d'octroi de crédit

La dernière publication de l'enquête sur les conditions d'octroi de crédit au deuxième trimestre 2011, réalisée par la réserve fédérale, montre une poursuite de la tendance précédemment observée : amélioration de la situation pour les entreprises et les crédits à la consommation, moindre durcissement pour les crédits hypothécaires.

Ménages : confirmation de la tendance négative pour les prêts hypothécaires

Après une brève accalmie au T3 2010, les banques avaient de nouveau durci les conditions d'octroi de crédits hypothécaires fin 2010. Depuis, la tendance reste négative avec toutefois un nombre de moins en moins important de banques rapportant un durcissement (au T2-11, 1,3% des banques déclarent avoir durci les conditions, **graphique 1**).

Graphique 1
Etats-Unis: Conditions de crédit et investissement résidentiel



Avec des conditions de financement désormais proches qui ne sont quasiment plus durcies, l'enquête relate donc une amélioration de l'offre. Toutefois, la demande se dégrade de nouveau : 32,7% des banques ont rapporté une baisse de la demande de crédits hypothécaires (contre 22,7% au T1). En parallèle, la dernière publication des « *Flow of funds* » du T4 2010 montre également une nouvelle contraction des prêts hypothécaires octroyés aux ménages (-2,6% en GA). La faiblesse de la demande s'explique par le niveau toujours élevé de l'endettement des ménages (116,1% de leur revenu disponible au T4 2010). Ainsi, avec une poursuite du processus de désendettement au cours des prochaines années, la demande des ménages devrait rester relativement faible.

Parmi les facteurs négatifs, on note également les scores de crédit encore dégradés de nombreux ménages, ne leur permettant pas d'avoir accès à un financement bancaire. De plus, sur un marché de l'immobilier atone, selon l'organisme Zillow, un tiers des transactions se réalisent en « *cash* », ce qui peut aussi peser sur la demande de crédits.

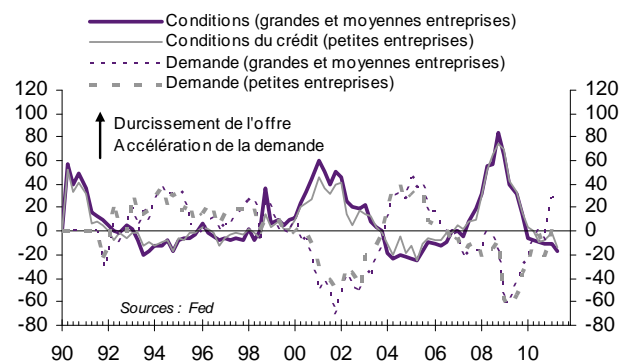
Crédits à la consommation

Du côté des crédits à la consommation, l'indicateur de la demande n'a pas été publié mais les conditions d'offre s'assouplissent de nouveau. En effet, au T2 2011, 20,5% des banques ont déclaré un assouplissement des conditions d'octrois de crédits contre 10% au T1.

Entreprises : amélioration des conditions pour les petites et grandes entreprises

Du côté des entreprises, la tendance se poursuit, que ce soit pour les grandes et moyennes ou les petites entreprises, les conditions de prêts s'améliorent, avec une situation toujours plus favorable pour les grandes et moyennes entreprises mais une amélioration plus importante pour les petites entreprises (**graphique 2**).

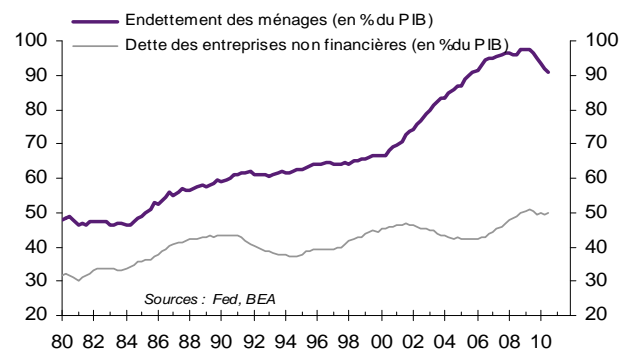
Graphique 2
Etats-Unis: les conditions et demande de crédits aux entreprises



De même, les « *spreads* » pratiqués sur les prêts aux entreprises se sont considérablement resserrés, en particulier pour les petites entreprises (50% et 50,4% des banques déclarent avoir resserré les « *spreads* » sur les crédits). En ce qui concerne la demande, celle des grandes ou moyennes entreprises augmente toujours de manière importante tandis que celle des petites entreprises confirme son passage en territoire positif pour le second trimestre consécutif.

Toutefois, les entreprises restent fortement endettées et, au contraire des ménages, leur niveau d'endettement n'a que faiblement baissé (il est passé de 50,7% du PIB au plus haut à 49,7% au T4 2010, **graphique 3**).

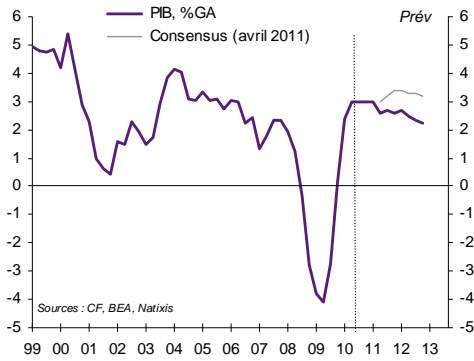
Graphique 3
Etats-Unis : endettement des ménages et des entreprises en % du PIB



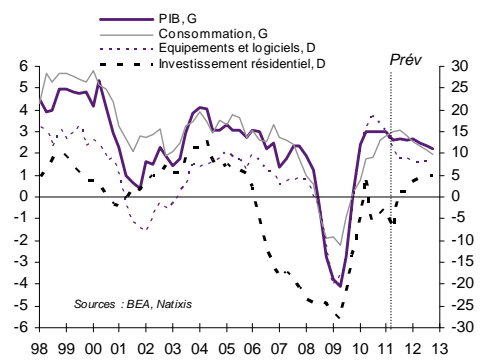
De plus, les entreprises ont maintenu une profitabilité élevée et de fait, accumuler une importante capacité d'autofinancement qui pourrait limiter l'appétit des entreprises pour le crédit bancaire lors du durcissement de la politique monétaire.

Principaux indicateurs :

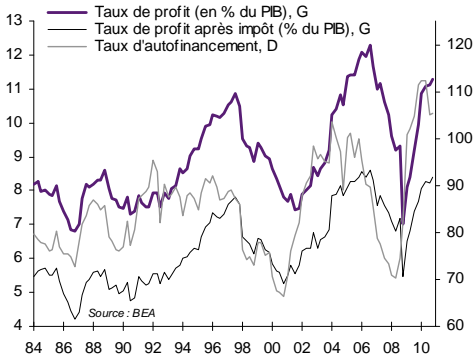
PIB Etats-Unis



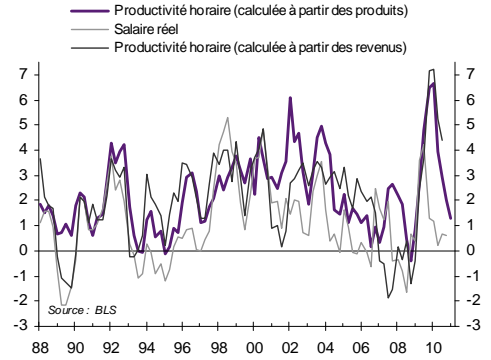
Composantes de la demande domestique (% GA)



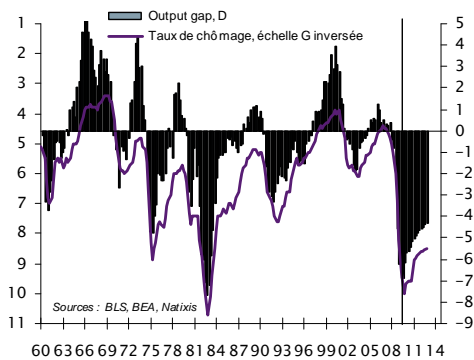
Taux de profit et taux d'autofinancement des entreprises



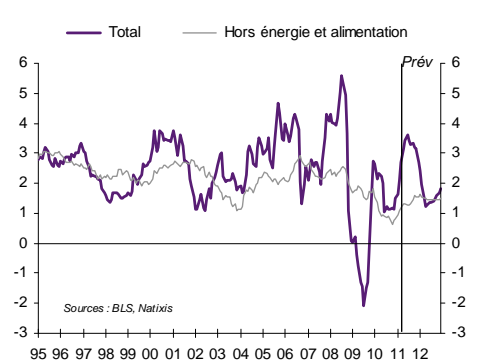
Productivité et salaire réel (% GA)



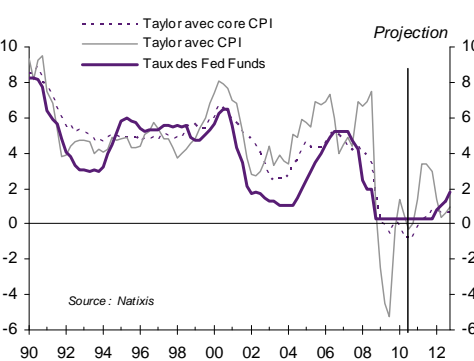
Marché du travail



Inflation



Règle de Taylor



Déficit et dette publics

