NATIXIS

Note mensuelle
Recherche économique

DECEMBRE 2008 | N° 11

Etats-Unis

Table des matières

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

L'activisme des politiques économiques pour lutter contre la récession et le risque de déflation

- L'économie américaine poursuit sa descente aux enfers au quatrième trimestre, la croissance pourrait reculer de plus de 4% en rythme annualisé. Les ménages ajustent fortement leurs dépenses à la baisse, les entreprises réduisent leurs investissements et les exportations, jusqu'ici relativement dynamiques, ralentissent nettement. Pour autant, l'évolution spontanée de l'économie va être combattue par les politiques économiques qui pourraient permettre à la croissance d'être à nouveau positive à partir de T2 de façon artificielle.

- Le contre-choc pétrolier et le stimulus fiscal permettront de soutenir le revenu réel des ménages en compensant les effets négatifs liés au cycle (baisse de l'emploi et des salaires). Pour autant, le comportement d'épargne devrait se modifier sous l'effet de la baisse de la richesse.

- Parallèlement, l'inflation continue de ralentir et pourrait devenir, de façon transitoire, négative mi-2009 sous l'effet de la chute du prix du pétrole. Plus important, l'inflation sous-jacente va se rapprocher de la limite basse de la zone de confort de la Fed.

- Face à l'ampleur de la récession et au risque de déflation, les autorités publiques déploient les grands moyens en menant des politiques extrêmement expansionnistes : déficit public d'au moins 6% en 2009 (et de 10,7% si l'on inclut le TARP), taux à 0,25% et politique quantitative. La politique monétaire essaie de contourner les banques pour financer directement l'économie via des facilités pour acheter des commercial papers, des ABS, des MBS d'agences.

Focus : Politique budgétaire : un stimulus d'au moins 300Md$ en 2009

Rédacteurs
Marie-Pierre Ripert
Elsa Dargent
Amine Tazi

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achevé de rédiger
le 1er décembre 2008

Prévisions macro-économiques et financières

Chiffres clés Etats-Unis	2007	2008P	2009P
Consommation privée (GA, %)	2,8	0,2	-1,1
Consommation publique (GA, %)	2,1	2,9	5,7
Investissement équipement/software (GA, %)	7,2	1,7	-1,8
Investissement résidentiel (GA, %)	-17,9	-20,5	-7,6
Stocks (contrib., pt %)	-0,4	-0,2	0,2
Exportations (GA, %)	8,4	7,9	1,7
Importations (GA, %)	2,2	-2,4	0,1
Commerce extérieur (contrib., pt %)	0,6	1,4	0,2
PIB (moyenne annuelle)	**2,0**	**1,3**	**-0,1**
Inflation	2,9	4,1	0,9
Taux de chômage	4,6	5,7	7,8
Solde budgétaire (% PIB)*	-1,2	-3,2	-6,0
Balance courante (en % du PIB)	-5,3	-5,0	-5,0

* pour 2009, besoin de financement de l'Etat Fédéral hors le Plan Paulson

Entreprises	2006	2007	2008*
Taux de profit (% PIB)	12,7	11,9	10,9
Taux d'autofinancement	98,4	89,7	82,5
Endettement (en % VA)	84,5	91,9	91,2

Ménages	2006	2007	2008*
Taux d'épargne	0,7	0,6	2,4
Taux de chômage	4,6	4,6	6,5
Endettement (en % du RDB)	130,0	132,5	132,4

*dernières données disponibles

Profil trimestriel, Etats-Unis	T3-07	T4-07	T1-08	T2-08	T3-08	T4-08 P	T1-09 P	T2-09 P	T3-09 P	T4-09 P
PIB (T/T annualisé, %)	4,8	-0,2	0,9	2,8	-0,5	-4,2	-0,6	1,7	2,2	2,3
PIB (GA, %)	2,8	2,3	2,5	2,1	0,7	-0,3	-0,6	-0,9	-0,3	1,4
Inflation	2,4	4,0	4,1	4,4	5,3	2,5	1,7	0,8	-0,4	1,7
Taux de chômage	4,6	4,7	4,9	5,3	6,0	6,7	7,4	7,8	8,0	8,2
Objectif des Fed Funds (fin de trimestre)	4,75	4,25	2,50	2,00	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

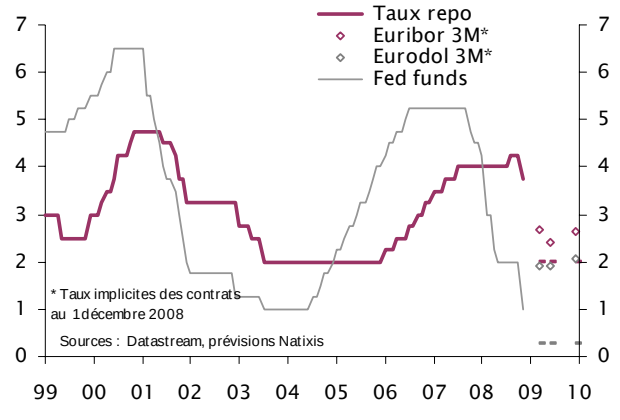
Environnement international		2007	2008P	2009P
Zone euro	PIB (GA, %)	2,6	1,0	0,0
	inflation (%)	2,1	3,3	1,4
	solde budgétaire (%, PIB)	-0,6	-1,4	-2,3
Japon	PIB (GA, %)	2,1	0,1	-1,1
	inflation (%)	0,1	1,6	0,6
	solde budgétaire (%, PIB)	-7,4	-7,8	-7,4
WTI (Brl.$, moyenne annuelle)		72,6	101	62

Sources : BEA, BLS, Fed, prévisions Natixis

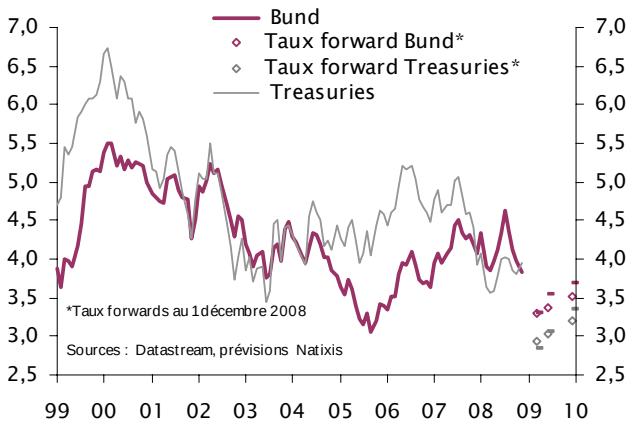
Chiffre publié

Taux d'intérêt	28-nov	3M	6M	12M
Repo BCE	3,25	2,25	2,00	2,00
10A Bund	3,26	3,31	3,53	3,69
Fed funds	1,00	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	2,92	2,85	3,05	3,35
Taux de change	28-nov	**3M**	**6M**	**12M**
EUR/USD	1,27	1,21	1,26	1,33
USD/JPY	96	93	96	100

Taux directeurs (%)



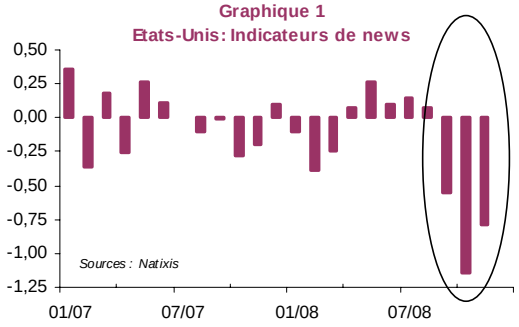
Taux 10 ans annualisés



Scénario Etats-Unis : l'activisme des politiques économiques pour lutter contre la récession et le risque de déflation

Les dernières statistiques conjoncturelles ont toutes surpris à la baisse, en témoigne notre indicateur de surprise macroéconomique (graphique 1), reflétant une très forte chute de l'activité en octobre : les ISM manufacturier et non manufacturier se trouvent désormais significativement en dessous de 50, compatible avec une forte contraction de la croissance; la confiance des ménages atteint des points bas historiques ; la consommation a chuté (-1% M/M) ; les commandes en biens durables également (-6,2% M/M) ; l'emploi a baissé significativement (-240K) et le taux de chômage poursuit sa hausse vertigineuse (de 0,4pt à 6,5%).

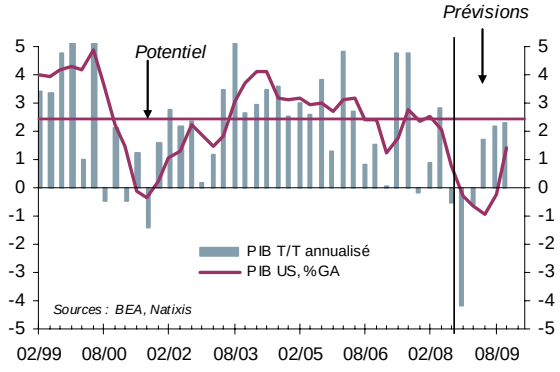
Graphique 1
Etats-Unis: Indicateurs de news



Note : les indicateurs de news sont construits à partir des principales statistiques d'activité aux Etats-Unis. Les indices représentent la moyenne sur une semaine des surprises associées aux différentes statistiques (normalisées par leurs écart-types).

Tous ces indicateurs suggèrent une forte contraction de l'activité en T4-08 (-4,2% T/T en rythme annualisé selon nos prévisions, graphique 2) et conduisent mécaniquement à une baisse des prévisions de croissance 2009 par un effet d'acquis statistique (acquis de -0,7% fin 2008). Nous avons revu à la baisse notre projection 2009 à -0,1% en moyenne contre +0,2% le mois dernier pour tenir compte de cet effet. Pour autant nous n'avons pas dégradé les prévisions 2009 en dynamique trimestrielle, prenant en compte dans notre scénario le très probable stimulus fiscal. Nous avons fait l'hypothèse d'un stimulus de 300Md$ (2pts de PIB) sur l'année 2009 qui explique la reprise de la croissance à partir de T2-09.

Graphique 2
Etats-Unis: croissance du PIB



Nous avons par ailleurs revu à nouveau légèrement à la baisse nos prévisions d'inflation pour 2009 à 0,9% en moyenne annuelle (contre 1,2% précédemment), conséquence d'une projection plus faible du prix du pétrole (62$ le baril vs 72$ le mois précédent en moyenne annuelle 2009).

Plusieurs forces contradictoires vont s'affronter en 2009 :

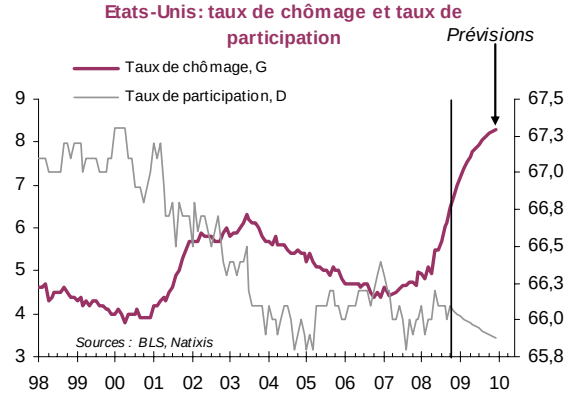
- Credit crunch, effets richesse négatifs avec la baisse en valeur du patrimoine immobilier et financier et désendettement des agents privés, impliquant une remontée du taux d'épargne ;
- Effets cycliques négatifs sur le revenu et l'emploi ;
- Ralentissement de la demande étrangère ;
- Très forte désinflation compensant les effets cycliques négatifs sur le revenu réel ;
- Stimulus fiscal de grande ampleur via des baisses d'impôts mais aussi une forte hausse des dépenses publiques (cf focus) ;
- Politique monétaire à taux zéro (ou presque), politique quantitative, finançant l'économie directement et soutenant le prix des actifs.

Au total, alors que spontanément l'effet de la détérioration des conditions de crédit et de la baisse du prix des actifs aurait impliqué une contraction de l'activité très marquée en 2009, nous pensons que l'extrême expansion des politiques économiques viendra compenser cet effet. Si la croissance ne s'avère pas si négative en 2009, il n'en demeure pas moins que les perspectives à moyen terme pour l'économie américaine sont très dégradées.

Le consommateur américain : vers une remontée du taux d'épargne

Le consommateur américain va continuer d'être affecté par les effets induits sur le marché du travail de la faiblesse de la croissance. Avec une croissance nettement sous son potentiel, l'emploi va sensiblement baisser (-1,5% en moyenne annuelle, soit une baisse de 1,5 million d'emplois sur l'année 2009) et le taux de chômage va augmenter pour dépasser 8% courant 2009 (8,3% fin d'année, graphique 3).

Graphique 3
Etats-Unis: taux de chômage et taux de participation



Parallèlement les salaires vont ralentir et ne progresseront que de 2,5% en 2009. Les revenus salariaux vont donc

nettement ralentir par rapport à 2008 (de 2pts). Cette dégradation sera plus qu'intégralement compensée par la désinflation (-2,4pts). Nous intégrons dans nos prévisions un stimulus fiscal pour les ménages du même ordre qu'en 2008 (soit environ 1pt de RDB). Au total, le revenu disponible brut (RDB) réel progresserait de 1,2% en moyenne annuelle en 2009, soit du même ordre qu'en 2008. L'ajustement de la consommation à la baisse serait surtout visible en H2-08 et début 2009. Le taux d'épargne resterait sur sa tendance haussière, progressant de 2,3pts en 2009 pour atteindre 4% en moyenne (tableau 1).

Tableau 1
Compte simplifié des ménages (% GA)

	2008	2009
Emploi	-1%	-1,5%
Salaires	4,0%	2,5%
Masse salariale	3%	1%
Transferts (en apport au RDB) (baisse impôts/allocations)	1pt	1pt
Revenu disponible*	4,8%	2,3%
PCE déflateur	3,5%	1,1%
Revenu disponible réel	1,3%	1,2%
Consommation	0,2%	-1,1%%
Taux d'épargne	1,7%	4,0%

*le revenu disponible n'est pas égal à la somme de la masse salariale et des transferts en raison d'autres revenus non détaillés ici.
Source : Natixis

Nous avons estimé un modèle simple du taux d'épargne (s_rdb) en prenant comme variables explicatives les richesses financière et immobilière des ménages en % du RDB (respectivement fin et immo), le taux d'intérêt réel (tx_r), l'inflation (cpi) et le taux de chômage (u). Nous estimons cette relation de 1980 à 2006 en données trimestrielles. On obtient les résultats suivants :

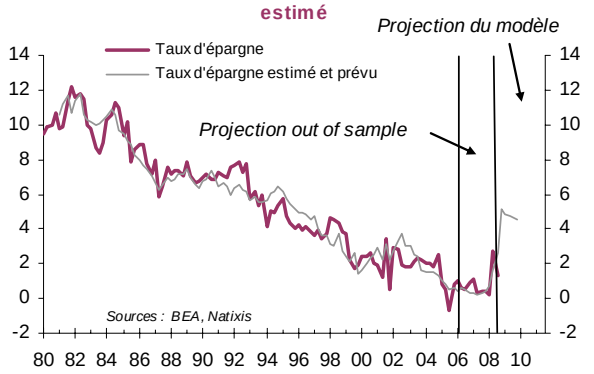
s_rdb=21,5-0,03*fin-0,06*immo+0,27*tx_r+0,23*cpi+0,25*u
(9) (-8) (-7,2) (3,4) (3.2) (1.9)
R2=0,93
SE : 0,8, les résidus sont stationnaires.

Les variables ont les signes attendus : une hausse de la richesse des ménages entraîne une baisse du taux d'épargne, une hausse du taux d'intérêt réel implique une hausse du taux d'épargne (l'effet revenu l'emporte sur l'effet substitution), une hausse de l'inflation implique une hausse de l'épargne (effet d'encaisse réelle) et une hausse du taux de chômage engendre une hausse du taux d'épargne (épargne de précaution).

Nous arrêtons l'estimation en 2006 pour pouvoir faire une estimation « out of sample » qui donne des résultats satisfaisants. En intégrant nos prévisions sur les différentes variables (- 10% de richesse en particulier), nous obtenons une remontée du taux d'épargne un peu plus marquée (taux d'épargne proche de 4,5/5%) que celle suggérée par la simple relation comptable du compte des ménages (graphique 4).

Au total, nous anticipons une hausse du taux d'épargne de 2,3pts en moyenne en 2009.

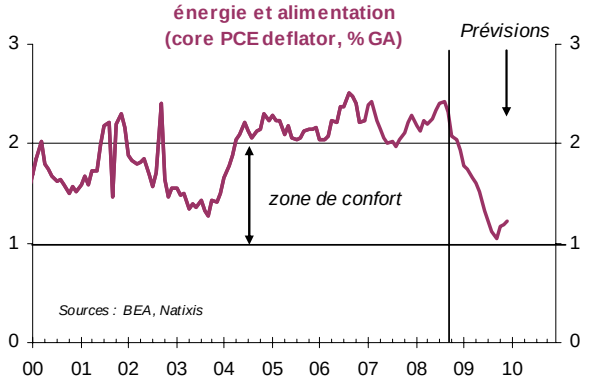
Graphique 4
Etats-Unis: taux d'épargne et taux d'épargne estimé



Désinflation marquée

L'inflation, qui a déjà fortement reculé en octobre à 3,7% après 4,9% le mois précédent, va continuer de baisser fortement sous l'effet de la chute du prix du pétrole mais aussi en raison du ralentissement des prix sous-jacents. L'inflation sera vraisemblablement négative pendant quelques mois à l'été 2009, reflétant des effets de base (le prix du pétrole avait fortement augmenté en juin et juillet)). Après avoir baissé en octobre de 0,1% M/M, les prix sous-jacents ne vont progresser que très modérément, conséquence de la forte remontée du taux de chômage[1]. En conséquence, l'inflation sous-jacente va nettement baisser et se rapprocher de la borne basse de la zone de confort de la Fed (graphique 5).

Graphique 5
Etats-Unis: Déflateur de la consommation hors énergie et alimentation (core PCE deflator, % GA)



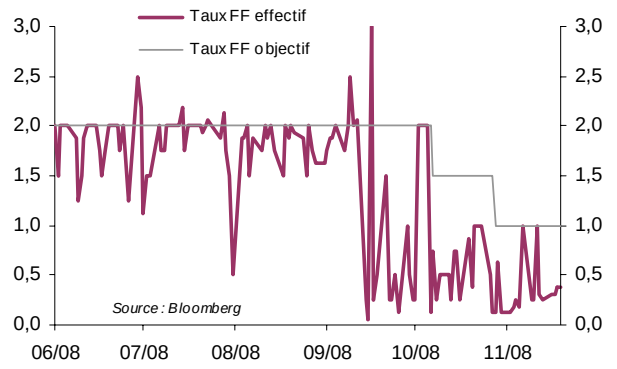
Politique monétaire : taux zéro et politique quantitative

Dans ce contexte, nous pensons qu'il est très probable que la Fed baisse ses taux de 75pb lors du prochain FOMC (16 décembre), portant l'objectif des Fed funds à 0,25% d'ici la fin de l'année. Les Fed funds effectifs sont déjà à des niveaux beaucoup plus faibles que l'objectif (graphique 6) en raison des très fortes liquidités injectées par la Fed (malgré la rémunération des réserves qui permet en théorie de mettre un plancher aux Fed funds). Nous n'excluons pas

[1] Cf Note mensuelle Etats-Unis novembre 2008

une politique monétaire à taux zéro (ZIRP) mais son impact marginal serait limité. Les anticipations de marché sont presque similaires, avec des baisses entre 50pb et 75pb d'ici la fin de l'année.

Graphique 6
Les taux FF ont de facto déjà baissé

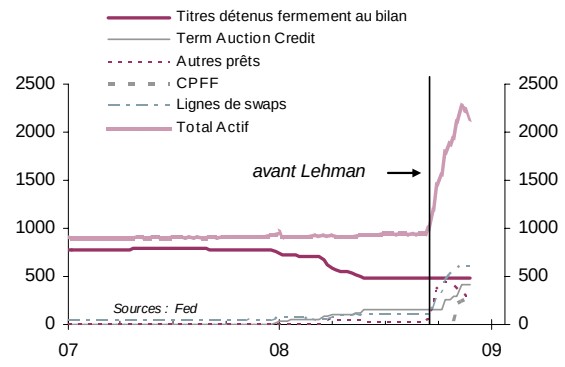


Nous pensons que cette baisse sera accompagnée par un engagement (commitment) du maintien de la politique monétaire à de très faibles taux pendant une longue période (« considerable period »).

Outre la politique de taux, les autorités publiques ont plusieurs outils à leur disposition[2] pour lutter contre le risque de déflation. La Fed a déjà commencé à utiliser des outils non conventionnels de politique monétaire, comme l'avait préconisé Bernanke en 2002/2003.

- **Elle mène une politique quantitative**, avec la très forte augmentation de son bilan. Les liquidités octroyées ont atteint 2,1 trillions la semaine du 26 novembre, plus du double des chiffres de début septembre **(graphique 7)**. Les montants des TAF (Term Auction Facility) ont nettement augmenté (406Md$) ainsi que les prêts bilatéraux (283Md$).

Graphique 7
Actif de la Fed (Md$)



- **Elle finance directement l'économie**, en achetant des commercial papers aux émetteurs (282Md$). Elle a également annoncé qu'elle allait financer les émissions d'ABS.

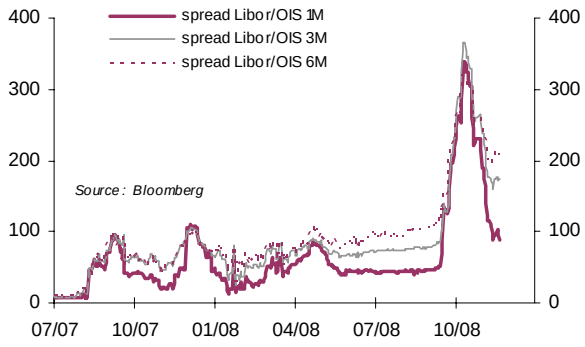
- **Elle essaie d'éviter la faillite d'institutions en mettant en place des facilités de crédit spécifiques** (AIG, money-market mutual funds)

- **Elle va acheter des titres liés à l'immobilier,** en particulier des obligations d'agences à hauteur de 100Md$ (Freddie Mac et Fannie Mae) et des MBS garantis par ces agences à hauteur de 500Md$.

Elle pourrait aller plus loin en intervenant sur la courbe des taux -ce qu'elle fait déjà, de manière indirecte, en achetant des titres d'agences de LT- (pour maintenir des taux d'intérêt réels à un faible niveau pour compenser la baisse de l'inflation) ou en achetant d'autres actifs risqués. Il n'y a en théorie aucune limite à l'augmentation du bilan de la Fed pour mener ces opérations.

Toutes les mesures mises en place par la Fed commencent à avoir des effets sur le marché monétaire. Les spreads entre taux libor et OIS se sont nettement resserrés ces dernières semaines **(graphique 8)**.

Graphique 8
Etats-Unis : spread Libor-OIS



La politique budgétaire est également une arme importante dans la lutte contre la déflation (cf focus). Au total, l'activisme des autorités publiques se révèle être d'une très grande ampleur **(tableau 2)**.

Tableau 2
Principales mesures prises par les autorités publiques américaines

Mesures	Montants Max ($)	Institution impliquée
TARP	700Md$	Trésor
Freddie Mac, Fannie Mae	jusqu'à 200Md$	Trésor
TAF	jusqu'à 900Md$	Fed
AIG prêt direct	60Md$	Fed
AIG aide indirecte	52,5Md$	Fed
Bear Stearns	29Md$	Fed
CPFF	jusqu'à 2,4 trillion	Fed
ABCPMMIF		Fed
TALF	jusqu'à 200Md$	Fed, 20Md$ du TARP
Achats de GSE Obligations, MBS	jusqu'à 600Md$	Fed
Housing bill	jusqu'à 700Md$ (+300Md$)	FHA
Citigroup (garantie)	306Md$	Trésor, FDIC

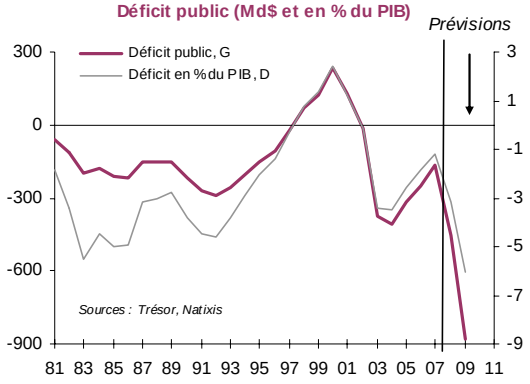
[2] Cf. Flash n°2008-466 « Etats-Unis : vers une politique monétaire à taux zéro ? »

Focus : Politique budgétaire : un stimulus d'au moins 300Md$ en 2009

Le stimulus fiscal pourrait finalement être plus de deux fois supérieur au plan préconisé par B. Obama pendant sa campagne électorale (175Md$). Les chiffres qui circulent – 500 à 700Md$– suggèrent même un paquet plus important. Pour autant, un stimulus d'une telle ampleur, appelé par certains le new deal, porterait vraisemblablement sur plusieurs années. Nous retenons donc dans nos projections un stimulus de 300Md$ pour 2009 (2pts de PIB).

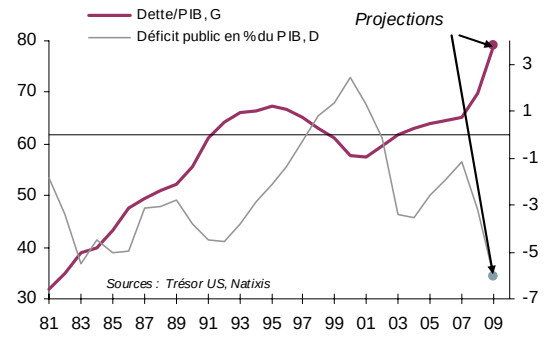
Le déficit public a atteint 454Md$ en 2008 (3,2% du PIB), en hausse de 2pts de PIB par rapport à 2007, dont 1,5pt était imputable au paquet fiscal octroyé au printemps 2008. En 2009 le déficit s'ouvrirait encore d'environ 3pts de PIB, 2pts de stimulus et quasiment 1pt de déficit cyclique (stabilisateurs automatiques). Le déficit atteindrait 6,1% du PIB en 2009 (graphique 1).

Graphique 1
Déficit public (Md$ et en % du PIB)



Cette projection ne prend pas en compte le Plan Paulson (TARP) de 700Md$ (4,7% du PIB) qui implique un besoin de financement de l'Etat Fédéral de 10,8% du PIB. Il subsiste encore des incertitudes sur la façon de comptabiliser ces opérations en capital (dans le déficit ou non). En revanche, la dette publique devrait être impactée : la dette publique totale pourrait avoisiner 80% du PIB en 2009 contre 69,8% en 2008 (graphique 2).

Graphique 2
Etats-Unis : Déficit et dette publics (en % du PIB)



Les opérations en capital ne devraient pas affecter le déficit courant mais la hausse des dépenses publiques devrait en revanche avoir un impact haussier. Cependant, une grande partie de la hausse du besoin de financement des administrations publiques sera compensée par la hausse du taux d'épargne des ménages (cf scénario).

Le besoin de financement de l'Etat Fédéral va être très important (de 1580Md$ en net, hors financement des titres arrivant à échéance).

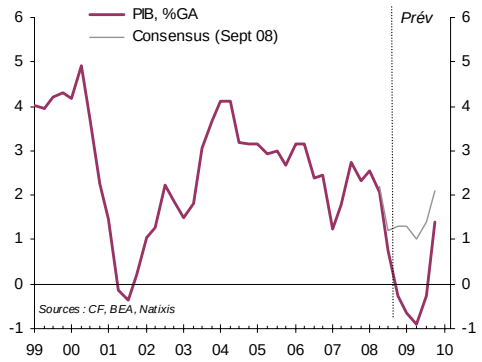
Une partie du stimulus fiscal sera présentée au Congrès d'ici la fin de l'année mais pourrait ne pas être adoptée avant l'arrivée de la nouvelle administration et du nouveau Congrès en début d'année. Les grandes lignes du stimulus fiscal sont les suivantes :

- Soutien aux collectivités locales à hauteur d'au moins 50Md$: rappelons que les collectivités sont obligées de restreindre leurs dépenses lorsque les recettes diminuent. Cette aide permettrait d'éviter une compression des dépenses (surtout liées à l'éducation, ...) en compensant cet effet négatif.
- Dépenses d'infrastructure à hauteur de 50Md$: le besoin en infrastructure est très important, ce montant pourrait être augmenté et faire partie d'un plan pluriannuel.
- Extension des allocations chômage de 20Md$: la durée a déjà été augmentée de 13 semaines par G. W Bush en juillet dernier jusqu'en mars 2009 portant à 39 semaines la durée d'indemnisation. Cette extension sera vraisemblablement reconduite et l'indemnisation pourrait être plus avantageuse.
- Aides aux propriétaires en difficulté de 25Md$: le FDIC a proposé un plan pour faciliter les refinancements des prêts en défaut de paiement.
- Prêts au secteur automobile de 25Md$: les trois grands constructeurs sont revenus au Congrès en novembre pour demander une rallonge aux 25Md$ déjà reçus mais n'ont rien obtenu en raison du manque de perspectives stratégiques à moyen terme.
- Baisses d'impôts pour les ménages et les entreprises (100 à 150Md$) : une baisse d'imposition pourrait avoir lieu pour les ménages gagnant moins de 250 000 dollars par an. Cette option serait favorisée au versement de chèques. Les entreprises pourraient bénéficier d'amortissement accéléré du capital.

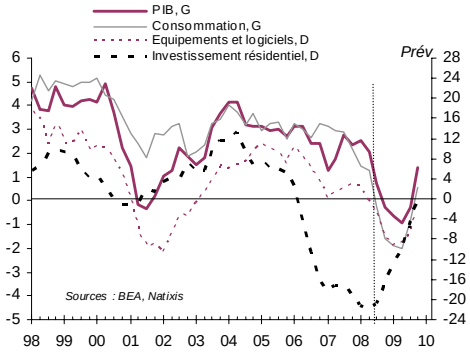
Nous estimons que ce stimulus fiscal pourrait avoir un impact de plus d'un point de PIB sur la croissance en 2009. L'avantage des dépenses publiques sur les baisses d'impôt, c'est qu'elles soutiennent l'économie directement alors que ces dernières peuvent être potentiellement épargnées.

Principaux indicateurs :

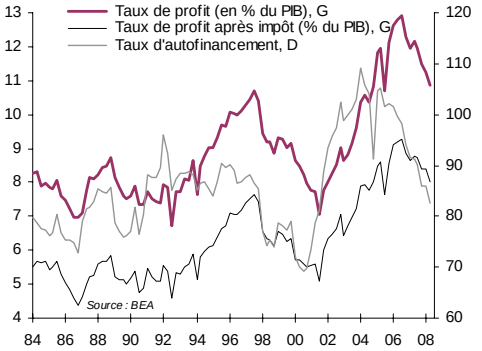
PIB Etats-Unis



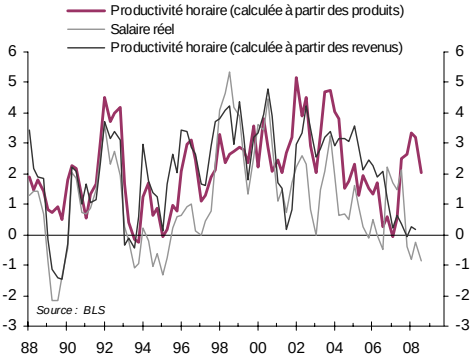
Composantes de la demande domestique (% GA)



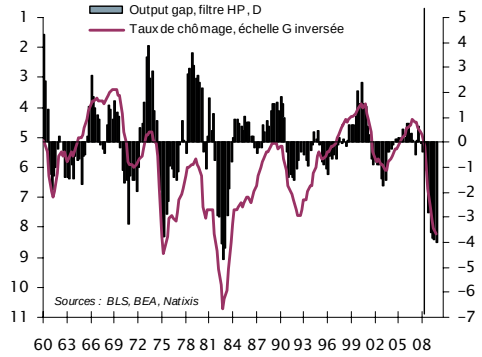
Taux de profit et taux d'autofinancement des entreprises



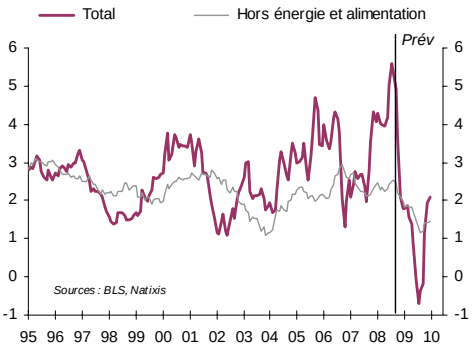
Productivité et salaire réel (% GA)



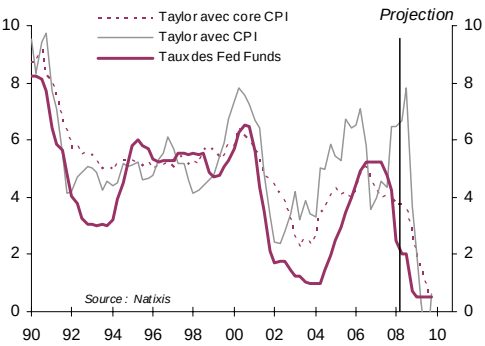
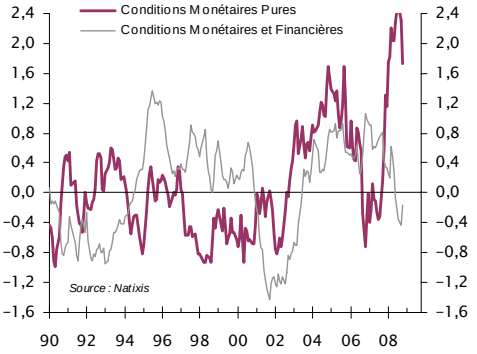
Marché du travail



Inflation



Règle de Taylor



Indice des conditions monétaires et financières