

Etats-Unis

Table des matières

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

2010 : les risques d'un nouveau ralentissement de la croissance

- Les signes de reprise se sont multipliés au cours de l'été suggérant que la récession arrive à son terme, avec en particulier une amélioration de l'activité immobilière et un redémarrage du secteur manufacturier. La croissance du PIB pourrait atteindre 3% en rythme annualisé au troisième trimestre grâce notamment aux effets (enfin visibles) de l'expansionnisme des politiques économiques sur la croissance et à des effets techniques (fin du très fort déstockage). Ce dynamisme pourrait se prolonger en T4-09.
- Cette période de reprise passée, les effets du stimulus fiscal et de la fin du déstockage vont disparaître impliquant un nouveau ralentissement de la croissance. En particulier, les ménages américains n'auront guère de revenu à consommer en 2010 et leur niveau très élevé d'endettement suggère l'absence de reprise du crédit. Au total, la croissance restera nettement sous son potentiel en 2010 impliquant une nouvelle ouverture de l'output gap, la poursuite de la remontée du taux de chômage et en corollaire la persistance de tensions désinflationnistes.
- Dans ce contexte, et en dépit de l'amélioration conjoncturelle, nous ne voyons pas comment le policy-mix pourrait devenir moins expansionniste : le déficit public restera très élevé en 2010 et la politique monétaire ne devrait pas changer de cap à horizon fin 2010.

Rédacteurs
Marie-Pierre Ripert
Elsa Dargent

Directeur de la publication
Patrick Artus

Achévé de rédiger
le 2 septembre 2009

Focus : des finances publiques durablement dégradées

Prévisions macro-économiques et financières

Chiffres clés Etats-Unis	2008	2009P	2010P
Consommation privée (GA, %)	-0,2	-0,9	-0,2
Consommation publique (GA, %)	3,1	2,5	3,8
Investissement équipement/software (GA, %)	-2,6	-18,1	1,3
Investissement résidentiel (GA, %)	-22,9	-21,2	2,2
Stocks (contrib., pt %)	-0,3	-0,7	0,6
Exportations (GA, %)	5,4	-12,4	2,9
Importations (GA, %)	-3,2	-16,3	1,4
Commerce extérieur (contrib., pt %)	1,2	1,1	0,1
PIB (moyenne annuelle)	0,4	-2,6	1,3
Inflation	3,8	-0,7	1,1
Taux de chômage	5,8	9,2	10,0
Solde budgétaire (% PIB)*	-3,1	-11,0	-9,8
Balance courante (en % du PIB)	-4,9	-2,8	-3,1

* pour 2009, déficit de l'Etat Fédéral hors opérations en capital (1/3 du TARP compris)

Entreprises	2007	2008	2009*
Taux de profit (% PIB)	11,0	9,4	8,8
Taux d'auto-financement	79,5	87,4	111,6
Endettement (en % VA)	91,7	98,0	99,4

Ménages	2007	2008	2009*
Taux d'épargne	1,7	2,6	4,2
Taux de chômage	4,6	5,8	9,4
Endettement (en % du RDB)	131,9	130,2	127,5

*dernières données disponibles

Profil trimestriel, Etats-Unis	T3-08	T4-08	T1-09	T2-09	T3-09P	T4-09P	T1-10P	T2-10P	T3-10P	T4-10P
PIB (T/T annualisé, %)	-2,7	-5,4	-6,4	-1,0	3,0	2,7	0,9	0,7	0,9	1,0
PIB (GA, %)	0,0	-1,9	-3,3	-3,9	-2,5	-0,5	1,4	1,8	1,3	0,9
Inflation	5,3	1,6	0,0	-1,1	-1,9	0,6	1,4	1,4	0,9	0,8
Taux de chômage	6,1	6,9	8,1	9,2	9,5	9,8	9,9	10,0	10,1	10,2
Objectif des Fed Funds (fin de trimestre)	2,00	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25

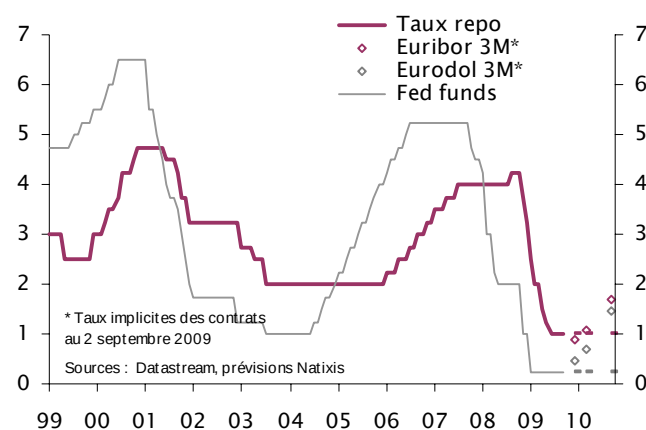
Environnement international	2008	2009P	2010P
Zone euro PIB (GA, %)	0,6	-4,0	0,1
inflation (%)	3,3	0,3	0,9
solde budgétaire (% PIB)	-1,9	-5,6	-6,6
Japon PIB (GA, %)	-0,6	-6,0	1,1
inflation (%)	-0,6	0,2	0,1
solde budgétaire (% PIB)	-8,0	-8,9	-9,9
WTI (Brl.\$, moyenne annuelle)	100	60	75

Taux d'intérêt	28-août	3M	6M	12M
Repo BCE	1,00	1,00	1,00	1,00
10A Bund	3,25	3,30	3,25	3,64
Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25
10A Treasuries	3,45	3,60	3,45	3,85
Taux de change	28-août	3M	6M	12M
EUR/USD	1,43	1,44	1,39	1,42
USD/JPY	94	97	95	100

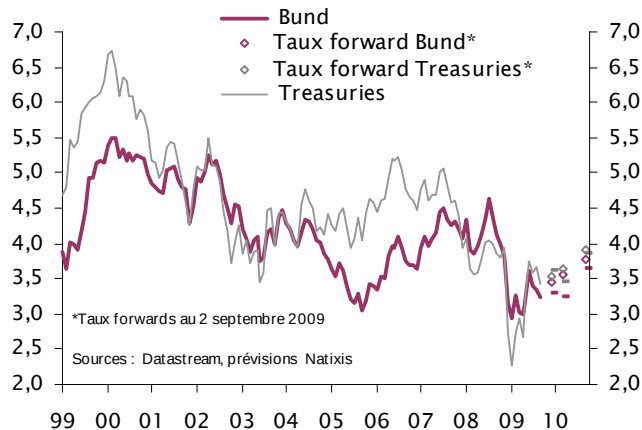
Sources : BEA, BLS, Fed, prévisions Natixis

Chiffre publié

Taux directeurs (%)



Taux 10 ans annualisés



Scénario : 2010 : les risques d'un nouveau ralentissement de la croissance

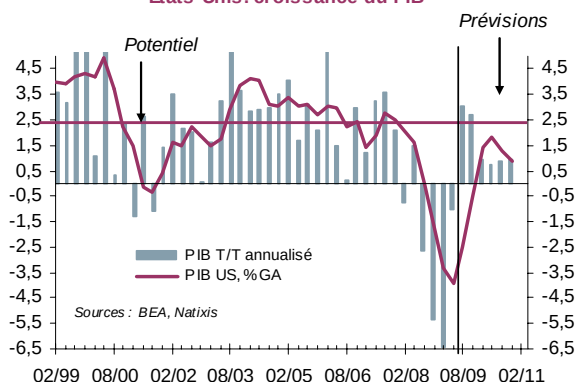
Nous n'avons guère modifié notre scénario macroéconomique au cours de l'été. La principale révision concerne la consommation que nous avons revue en baisse en 2010 (à -0,2% en moyenne vs +0,6%) en raison de statistiques moins favorables sur les salaires. Les grandes tendances restent les mêmes, avec en particulier l'idée que le marché immobilier sort du marasme mais sans forte dynamique, que les ménages américains continuent de se désendetter contraignant la consommation, que les entreprises favorisent le partage de la valeur ajoutée en leur faveur. Ces tendances ont comme implication une croissance nettement sous son potentiel en 2010, une poursuite de la remontée du taux de chômage et la nécessité de maintenir un policy-mix extrêmement accommodant (cf focus pour la politique budgétaire).

Second semestre 2009 : fin de la récession

Les signes de reprise de l'économie américaine se sont multipliés au cours de l'été suggérant que la croissance du PIB sera à nouveau positive en T3, marquant ainsi la fin d'une longue récession qui aura duré un an et demi (contre huit mois pour les deux précédentes récessions et 10 mois en moyenne sur les récessions de l'après guerre).

La croissance pourrait ainsi approcher 3% en rythme annualisé au second semestre 2009 après une baisse de 6,4% en T1 et de 1% en T2. Au total, le PIB se sera contracté de 2,6% en moyenne en 2009 (**graphique 1**).

Graphique 1
Etats-Unis: croissance du PIB

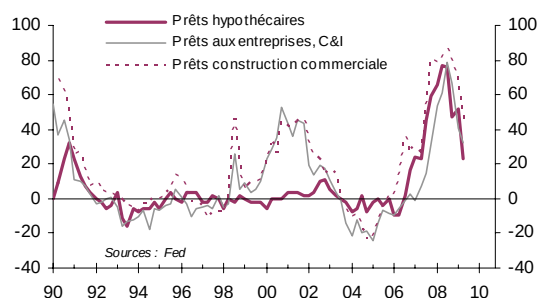


Plusieurs facteurs expliquent cette croissance relativement forte en deuxième partie d'année 2009 :

- **L'expansionnisme des politiques économiques** n'est évidemment pas étranger au redémarrage de la croissance :
 - o le stimulus fiscal permet de soutenir les dépenses de consommation à partir de l'été, notamment avec la prime à la casse. La consommation pourrait ainsi progresser d'au moins 2% en rythme annualisé en T3-09 apportant ainsi 1,4pt de croissance en T3. Les dépenses publiques resteront également un soutien important (contribution de 1pt).
 - o la politique monétaire a plusieurs effets positifs : via la faiblesse des taux et le programme d'achat de titres

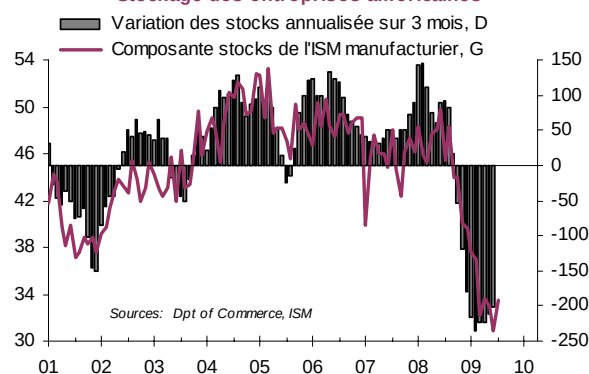
hypothécaires, elle contribue sensiblement à la stabilisation du secteur immobilier. Pour la première fois depuis fin 2005, la construction résidentielle pourrait contribuer positivement à la croissance en T3. Par ailleurs, elle est également un facteur de soutien pour les marchés financiers, permettant d'atténuer les effets richesse négatifs enregistrés depuis la crise. Enfin, elle participe à l'amélioration de la situation des banques qui permet un moindre resserrement des conditions de crédit. La dernière *Senior Loan Officer Survey* a en effet montré une nette baisse du pourcentage de banques resserrant les conditions de prêt (23% pour les prêts hypothécaires, 30% pour les prêts industriels mais encore 45% pour les prêts d'immobilier commercial contre environ 80% fin 2008 pour l'ensemble de ces prêts, **graphique 2**).

Graphique 2
Etats-Unis: Resserrement des conditions de crédit par type de prêts



- **Un moindre déstockage à partir du T3-09** qu'au cours des trimestres précédents apportant ainsi une contribution forte à la croissance. Les entreprises américaines ont en effet très fortement déstocké au cours du premier semestre 2009 (variation négative des stocks de respectivement 114Md\$ et de 159Md\$ en T1 et T2 avec une contribution négative au PIB de 0,8pt et 1,4pt). Les entreprises continuent de déstocker en début de T3 mais il semble que le rythme de déstockage soit moins fort, ce que suggère la remontée de la composante « stocks » de l'ISM manufacturier en juillet (**graphique 3**).

Graphique 3
Stockage des entreprises américaines



2010 : les risques d'un nouveau ralentissement de la croissance

Si cette reprise est actuellement très bien accueillie par les marchés, en témoigne le rallye des marchés actions au cours de l'été (+17% depuis mi-juillet pour le S&P 500), elle ne devrait pourtant pas être durable, tous les facteurs à sa source ayant des effets transitoires sur la croissance. Nous ne croyons donc pas à une reprise forte et durable de l'activité américaine en 2010. Nous continuons de penser que la croissance sera nettement sous son potentiel l'année prochaine avec une prévision de 1,3% en moyenne annuelle, nettement plus faible que la vue consensuelle (2,3%, **tableau 1**). Notre scénario repose toujours sur l'idée que les ménages américains continueront de se désendetter en 2010 et que les autres composantes de la croissance ne permettront pas à l'économie américaine de revenir à son rythme potentiel.

Tableau 1 : Prévisions de croissance (% moyenne annuelle)

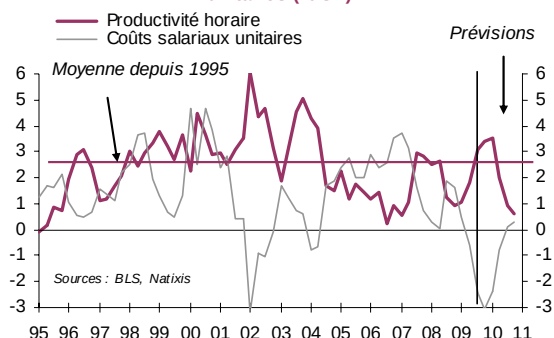
	OMB- Août 2009	CBO – Août 2009	Consensus- Août 2009	Natixis
Croissance 2009	-3.2%	-2.5%	-2,6%	-2.6%
Croissance 2010	2.0%	1.7%	2,3%	1.3%

Partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises

Faisant face à une chute de la demande fin 2008 et début 2009, les entreprises ont très fortement ajusté leurs coûts et leurs dépenses à la baisse. Ils ont donc reporté une grosse partie de l'ajustement sur les salariés.

Certes, le cycle de productivité n'a pas disparu, la productivité a ralenti en période de chute de l'activité en H2-08. Pour autant, les entreprises ont drastiquement réduit les heures travaillées pour maintenir les gains de productivité à un niveau proche de 2% (1,8% en moyenne en 2008). Avec le redémarrage de la croissance, la productivité va vraisemblablement être élevée dans les trimestres à venir (**graphique 4**) et augmentera de 1,8% en 2010 (en moyenne). Par ailleurs, les salaires après avoir sensiblement ralenti en 2009, ne progresseront que modérément en 2010. Au total, les coûts salariaux unitaires déjà en forte baisse en H1-09, continueront de baisser en fin d'année 2009 et seront très faibles en 2010. Les tensions désinflationnistes devraient donc continuer à prévaloir en 2010.

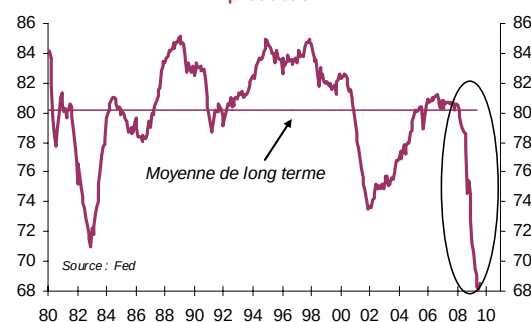
Graphique 4
Etats-Unis : productivité et coûts salariaux unitaires (% GA)



Les salaires réels ne progresseront que très faiblement, à un rythme moins élevé que les gains de productivité impliquant une déformation du partage de la valeur ajoutée en faveur des entreprises en 2010.

En forte sous utilisation des capacités de production (de plus de 10pts par rapport à la moyenne de long-terme, **graphique 5**), et avec des perspectives de demande modeste, les dépenses d'investissement des entreprises ne devraient pas progresser fortement en 2010, du même ordre que le PIB (1,3% en moyenne), stabilisant le taux d'investissement (à 6,7% pour l'investissement en équipement et logiciels).

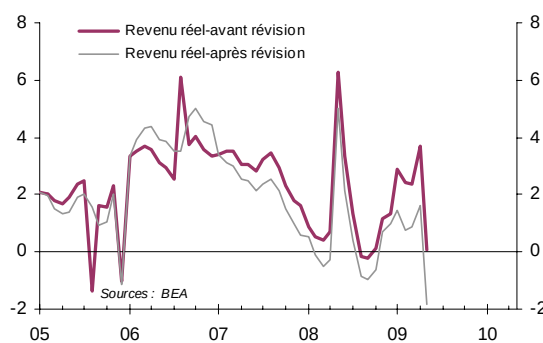
Graphique 5
Etats-Unis : taux d'utilisation des capacités de production



La consommation des ménages, principal risque pour 2010

La révision des comptes nationaux en juillet dernier¹ a sensiblement modifié les comptes des ménages et en particulier les statistiques de salaires qui se révèlent nettement moins favorables que précédemment estimées. Les revenus salariaux ont baissé de 3,9% en GA sur les cinq premiers mois de l'année 2009 contre une estimation de -0,6% avant la révision, principalement sous l'effet de la révision en baisse du salaire horaire. Ainsi le revenu disponible brut réel affichait une hausse de 2,3% sur la même période avant révision et de seulement 0,6% après révision (**graphique 6**).

Graphique 6
Etats-Unis : RDB réel (% GA)



¹ Cette révision a sensiblement modifié la séquence des PIB trimestriels de 2008. Pour plus de détails, cf SR 2009-228 « Etats-Unis : Que nous enseigne la révision détaillée du PIB américain ? ».

Ces modifications ne sont pas anodines car elles montrent que le salaire horaire est beaucoup moins rigide à la baisse que ce que suggéraient les données avant révision. Or, si l'on croit que les entreprises vont continuer à favoriser leur rentabilité, cela implique que la pression baissière sur les salaires va se poursuivre. D'ailleurs, les déterminants du salaire horaire que sont l'inflation retardée et le taux de chômage suggèrent que le salaire horaire va continuer de sensiblement ralentir. Il ne progresserait que de 1% en moyenne annuelle en 2010. Avec une hypothèse de gains de productivité de 1,8% en 2010 (et un PIB non agricole de 1,5%), l'emploi ne baisserait que faiblement en 2010 (-0,2% en moyenne annuelle).

Le **tableau 2** récapitule le compte simplifié des ménages. Il montre qu'en 2009, la baisse de l'emploi (-3,4%) et la faiblesse des salaires (environ +1%) ont été compensées par les baisses d'impôts et transferts et la forte désinflation. En 2010, la structure se modifie sensiblement avec un emploi nettement plus favorable mais pratiquement plus d'effet des baisses d'impôts et une remontée de l'inflation.

Tableau 2
Compte simplifié des ménages (% moyenne annuelle)

	2008	2009	2010
Emploi	-0,5	-3,4	-0,2
Salaire	2,8	0,9	1,1
Masse salariale	2,3	-2,5	0,9
Revenu disponible brut	3,9	0,6	1,4
Déflateur	3,4	0,0	1,0
Revenu Réel	0,5	0,6	0,4
Consommation	-0,2	-0,9	-0,2
Taux d'épargne	2,6	4,1	4,7

Sources: BEA, Natixis

Au total, le revenu disponible brut réel ne progresserait que très faiblement impliquant une nouvelle baisse de la consommation des ménages après le rebond de l'été 2009.

Immobilier : vers une reprise molle

Nous n'avons pas modifié notre vision sur l'immobilier américain. A court terme bénéficiant d'aides fiscales particulières, notamment pour les primo-accédants, mais surtout d'une nette amélioration des conditions d'achat avec la baisse des prix immobiliers et la faiblesse des taux, le marché immobilier commence à se retourner à la hausse. Cependant nous restons toujours sceptiques sur une reprise forte du secteur (cf mensuel Etats-Unis Juillet 2009 : marché immobilier américain : la fin de la dépression ? »)

Commerce extérieur : la Chine peut-elle sauver les Etats-Unis ?

Le dernier espoir d'avoir une croissance forte est le dynamisme des exportations. Certes les exportations de biens (en volume) ont légèrement rebondi depuis mai mais cela reste très modéré (2,5%). Les perspectives d'exportation restent déprimées avec des projections de croissance très faibles en 2010 en zone euro (0,1%), au Japon (1,1%) et peu élevées en Amérique latine (2,3%). Seule l'Asie enregistrera une croissance dynamique, en particulier la Chine (9,6%).

Cependant, cette dernière ne représente que 6% des exportations américaines et d'après nos études, le reste du monde ne profitera que marginalement de sa reprise². Avec un commerce mondial en hausse de 2% et pas de fort mouvement sur le taux de change, les exportations ne progresseront que faiblement en 2010 (2/3% en moyenne).

Toujours pas de risque inflationniste

Largement attendue, la baisse de l'inflation a bien eu lieu au cours de l'été avec un point bas en juillet à -2,1%. L'inflation va progressivement redevenir positive au S2-09 et finir l'année à environ 1,6%. Cette tendance sera essentiellement guidée par des effets de base et par la remontée du prix du pétrole que l'on observe depuis quelques mois. En 2010, l'inflation totale sera tirée à la hausse par les prix énergétiques, le prix du pétrole atteindrait 75\$ le baril en moyenne pour le WTI (soit une hausse de 25% par rapport à 2009), alors que l'inflation sous-jacente continuera de baisser. En effet, la poursuite de la remontée du taux de chômage qui devrait dépasser 10% mi-2010 implique que l'*unemployment gap* (écart entre le taux de chômage et le NAIRU, son niveau naturel) restera très élevé même si le NAIRU a tendance à monter avec la perte de potentiel. Ainsi, l'inflation sous-jacente passerait sous 1% au S1-10. Les prix des biens reviendraient sur une tendance baissière et les loyers continueraient de ralentir. Au total, l'inflation serait de 1,1% en 2010 et l'inflation sous-jacente de 0,7%.

Politique monétaire : pas de changement de cap

B. Bernanke a été reconduit à son poste de Président de la Fed par Obama, pour un mandat de quatre ans, à partir de février 2010 sous réserve qu'il soit confirmé par le Sénat. Cette nomination précoce a le mérite de couper court aux spéculations de marché sur les candidats potentiels et réduit l'incertitude concernant la conduite de la politique monétaire en 2010 puisque cette dernière sera vraisemblablement menée dans la continuité.

Notre scénario de croissance faible en 2010, impliquant la poursuite de l'ouverture de l'output gap (différence entre le PIB effectif et le PIB potentiel) et la remontée du taux de chômage plaide toujours en faveur de la conduite d'une politique monétaire expansionniste pendant une longue période. Nous n'envisageons pas de resserrement monétaire sur l'horizon de la prévision (d'ici fin 2010)³. Avec l'amélioration de la conjoncture en S2-09, les spéculations sur un éventuel resserrement précoce de la politique monétaire pourraient émerger mais nous ne pensons pas que la Fed prendra le risque de « casser » la reprise en rendant la politique monétaire moins expansionniste de façon prématurée.

² Cf. Flash 2009-356 « Peut-on compter sur la Chine pour sortir de la crise ? »

³ Pour plus de détails sur la politique monétaire, cf. Flash 2009-338 « Fed : quelles stratégies de sortie de la politique de crise ? »

Focus : des finances publiques durablement dégradées

L'Office of Management and Budget (OMB, administration) et le Congressional Budget Office (CBO, institution non partisane) ont présenté leurs prévisions actualisées de déficit public à moyen terme. Globalement, ces révisions sont plutôt favorables à court-terme mais nettement moins à moyen terme.

Déficit public revu à la baisse pour 2009 mais aggravé après

- L'OMB a revu le déficit public à la baisse pour 2009, à 1580Md\$ (11,2% du PIB) au lieu de 1840Md\$ (12,9% du PIB) prévu en mai dernier. En effet, les dépenses liées au TARP vont être moins importantes que prévu sur 2009 du fait de l'amélioration des marchés financiers ainsi que du peu de succès rencontré par les programmes de rachat d'actifs toxiques. Par ailleurs, la provision supplémentaire de 250Md\$ pour aider le secteur financier (correspondant en valeur actualisée nette à 750md\$ supplémentaires) ne serait plus nécessaire, et l'assurance des dépôts (à hauteur de 250 000\$) sera moins couteuse que prévu (78Md\$ de moins pour 2009). Ces bonnes nouvelles sont compensées par des recettes fiscales inférieures de 83Md\$ en 2009 (14,7% du PIB) en raison de projections économiques moins favorables qu'en mai dernier.

Tableau 1
Prévisions de déficit révisées

	2009		2010		2011	
	% PIB	Md\$	% PIB	Md\$	% PIB	Md\$
OMB	-11,2	-1580	-10,4	-1502	-7,4	-1123
CBO (inc. stimulus)	-11,2	-1587	-9,6	-1381	-6,1	-921
Natixis	-11,0	-1569	-9,8	-1427	-8,7	-1320

- En revanche, le déficit s'améliore moins rapidement après 2009, principalement parce que les projections de croissance de l'OMB étaient initialement trop optimistes, à la fois sur le chômage et le taux de croissance. L'estimation de déficit pour 2010 passe de 1258Md\$ (8,5% du PIB) à 1502Md\$ (10,4% du PIB). A plus long-terme (à partir de 2012), le déficit public se maintient à environ 4% du PIB (au lieu de 3% avant).

Les projections du CBO ne sont pas directement comparables avec celles de l'OMB

- A première vue, les projections de déficit sont très similaires (tableau 1) pour 2009. En réalité, la différence de traitement comptable du coût de la mise sous tutelle de Freddie Mac et Fannie Mae, fausse la comparaison. Bien que les GSEs ne soient pas nationalisées, le CBO estime qu'elles doivent être considérées comme telles étant donné l'implication exceptionnelle du gouvernement en termes de management et de contrôle financier, ce qui ajoute au déficit 291Md\$ pour 2009 et 100Md\$ répartis sur 2010-2019 (négligeable). L'OMB en revanche comptabilise uniquement les injections de liquidité faites dans ses entités (soit 112Md\$ pour 2009). Si le CBO calculait comme l'OMB, le déficit pour 2009 serait de 1408Md\$ seulement, soit en fait une projection plus optimiste que celle de l'OMB.

- Après 2009, les différences entre les deux institutions sont liées à des écarts dans les prévisions économiques mais aussi à des facteurs techniques. En effet, **le CBO calcule**

le déficit à législation inchangée. Or certaines déductions d'impôt (décidées par Bush en 2001 et 2003) sont censées expirer à partir de 2010. L'OMB estime que ces déductions seront reconduites, soit une différence de 300Md\$ sur le déficit 2010-2011.

Des projections de croissance trop optimistes

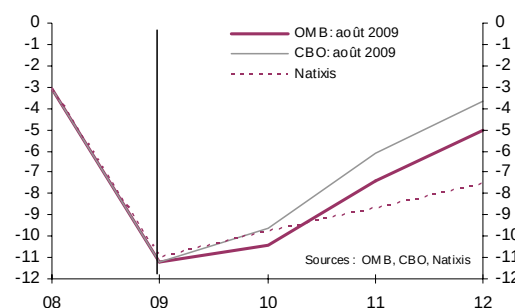
Le CBO et l'OMB s'appuient sur des prévisions de croissance (en moyenne annuelle) de respectivement 1,7% et 2% en 2010 et de plus de 3% pour 2011 et les années suivantes. Ces projections nous semblent trop élevées surtout à partir de 2011 avec la poursuite du long processus de désendettement des ménages qui va peser durablement sur la croissance américaine. Notre scénario prévoit un taux de croissance de 1,3% en 2010, bien inférieur au rythme potentiel (généralement estimé à 2,5%), et à 2,2% en 2011 (**tableau 2**). En conséquence, notre projection de déficit public 2011 est plus élevée à 8,7% du PIB et nous n'envisageons pas de fortes baisses les années suivantes.

Tableau 2
Prévisions de croissance (% moyenne annuelle)

	2009		2010		2011	
	Fév	Août	Fév	Août	Fév	Août
Croissance du PIB réel (% GA)						
OMB	-1,2	-3,2	3,2	2,0	4,0	3,8
CBO (inc. stimulus)	-3,0	-2,5	2,9	1,7	4,0	3,5
Natixis	-1,7	-2,6	1,3	1,3	2,2	2,2

Graphique 1

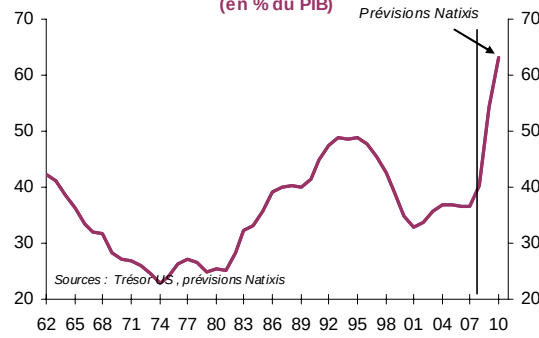
Etats-Unis : Projections à long-terme du déficit public de l'Etat Fédéral (en Md\$)



Forte augmentation de la dette publique

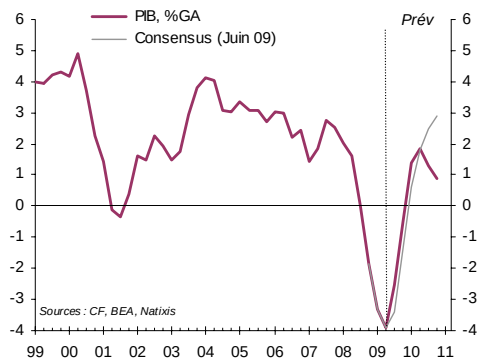
La conséquence directe de la persistance de déficits publics très élevés va être une forte augmentation de la dette publique détenue par le public : elle devrait atteindre 54,5% du PIB en 2009, dépasserait 60% du PIB en 2010 et 70% du PIB en 2012 (**graphique 2**).

Graphique 2
Etats-Unis : Dette détenue par le public (en % du PIB)

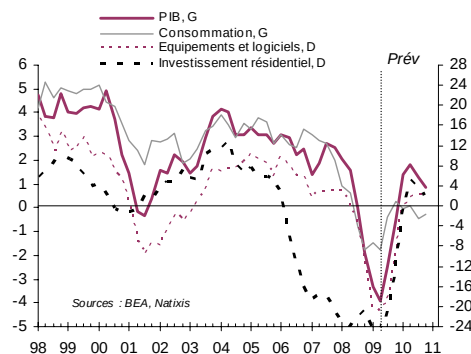


Principaux indicateurs :

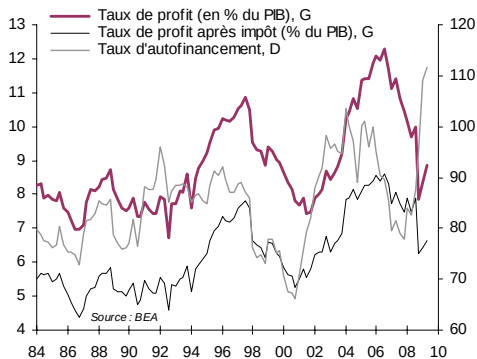
PIB Etats-Unis



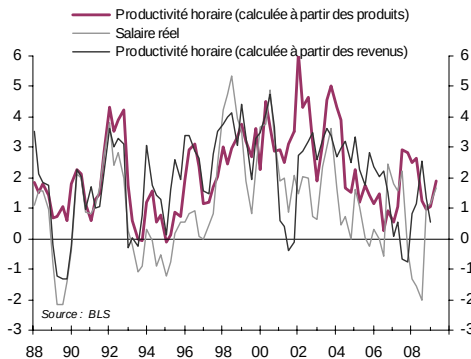
Composantes de la demande domestique (% GA)



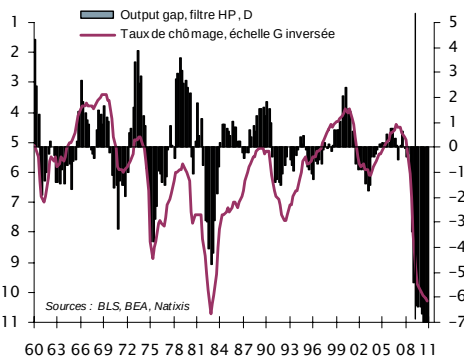
Taux de profit et taux d'autofinancement des entreprises



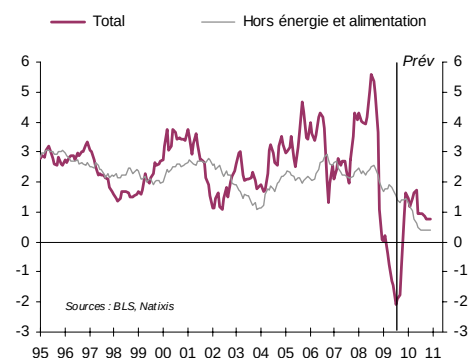
Productivité et salaire réel (% GA)



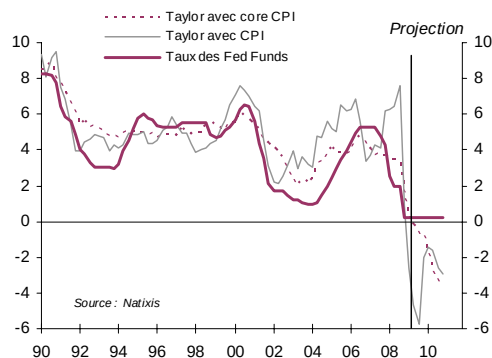
Marché du travail



Inflation



Règle de Taylor



Déficit et dette publics

