

Economie

Focus US
N° 2020 - 28

US : vers un déficit fédéral à 20% du PIB ?

Vendredi 17 Juillet 2020

Bruno Cavalier - Chef Economiste
bruno.cavalier@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 81 35

Fabien Bossy - Economiste
fabien.bossy@oddo-bhf.com
+33 (0)1 44 51 85 38

<https://www.oddosecurities.com>

En quelques mois, le déficit du budget fédéral s'est envolé d'environ 10 points de PIB, frôlant les 14% du PIB. Ce soutien exceptionnel a pour le moment permis de protéger le revenu disponible des ménages et les entreprises. Mais il est en train de s'épuiser alors même que l'épidémie continue de s'étendre. Il est admis qu'un nouveau soutien aux ménages et aux administrations locales est nécessaire pour s'assurer que la reprise se confirme (l'une des dernières cartes à jouer pour Trump). Montant et détails restent à définir par un accord du Congrès, mais une estimation conservatrice verrait le déficit filer vers les 20% du PIB.

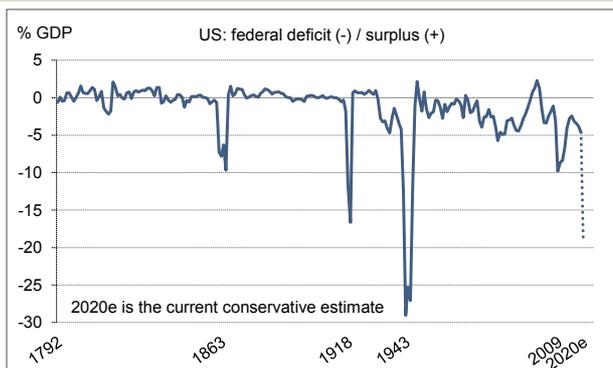
Le focus de la semaine

Sur les neuf premiers mois de l'année fiscale, le déficit du budget fédéral approche déjà 3000Md\$ ou 14% du PIB. La situation budgétaire ne peut se comparer qu'avec la guerre civile ou les deux guerres mondiales (graphe de gauche). Le creusement du déficit traduit surtout la hausse des dépenses de transferts destinées à amortir le choc de la pandémie, et à un degré moindre la perte de recettes fiscales (graphe de droite). Le CARES Act et d'autres lois annexes passées depuis le printemps représentent à ce jour un stimulus fiscal de 2.4 trillions¹. En plus de mesures ciblées vers les entreprises, ce plan visait à protéger les ménages. De fait, malgré la hausse du chômage, leur revenu disponible s'est accru. La mesure-phare, qui est une indemnité exceptionnelle de 600\$ par semaine pour les chômeurs, est toutefois censée expirer à la fin du mois.

Malgré la compétition électorale, les deux partis savent qu'ils doivent s'entendre pour prolonger le soutien, sans quoi, le coût économique et social s'envolerait, et nul ne veut être tenu responsable d'un échec. La recrudescence de l'épidémie, qui ne fait que se confirmer depuis la mi-juin, renforce l'urgence d'agir. Toutefois, il y a des écarts sur la forme et les montants. Le projet des Démocrates (HEROES Act) coûterait 3 trillions. Il prévoit d'étendre de six mois le bonus des chômeurs (avant une diminution progressive en 2021), d'envoyer un nouveau "stimulus check" plus généreux que le précédent, et d'apporter une aide aux finances publiques locales. Les détails du plan républicain ne sont pas encore publiés. Les fuites dans la presse mettent la facture à 1.3 trillion², avec des mesures de soutien au revenu des ménages et des administrations locales mais dans des termes moins généreux. Initialement, les Républicains hésitaient à composer avec certaines demandes de leurs adversaires mais l'évolution récente des sondages et prédictions politiques n'autorise plus guère l'attentisme. Vu l'avance de Biden sur Trump, si l'élection se tenait aujourd'hui, les Démocrates remporteraient non seulement la Maison Blanche mais aussi la Chambre et le Sénat.

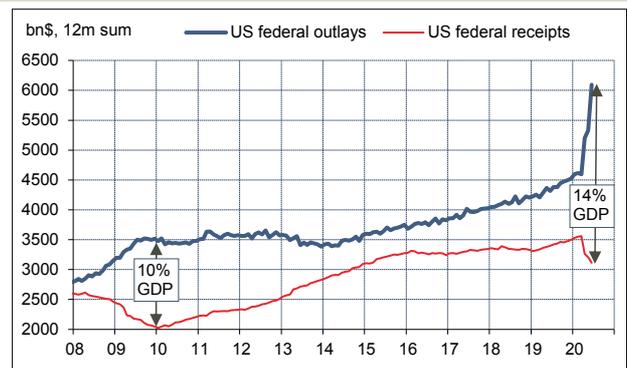
¹ CBO, *The Budgetary Effects of Laws Enacted in Response to the 2020 Coronavirus Pandemic, March and April 2020*. ² CNN, *Prospects slim for new recovery package as Dems scoff at emerging Senate GOP proposal*

US : 228 ans de solde budgétaire



Sources : Thomson Reuters, Census Bureau, Ododo BHF Securities

US : recettes et dépenses de l'Etat fédéral



Risque de conflits d'intérêts:

ODDO BHF et/ou une de ses filiales peuvent être en situation de conflits d'intérêts avec certains des émetteurs mentionnés dans cette publication. Vous pouvez consulter l'ensemble des mentions des conflits d'intérêts en dernière page de ce document.

Le présent document n'est pas un document contractuel ; il est strictement destiné à l'usage privé du destinataire. Les informations qu'il contient se fondent sur des sources que nous estimons fiables, mais dont nous ne pouvons garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Les opinions exprimées dans le document sont le résultat de notre évaluation à la date de la publication. Elles peuvent donc être révisées à une date ultérieure.



Economie

- **Offre** – Après un redémarrage timide en mai (+1.4% m/m), l'activité industrielle a pris plus de vigueur en **juin** (+5.4% m/m), aidé en bonne partie par la production automobile. Sur une base 100 en février, l'indice de production manufacturière ressort désormais à 89. Malgré ces deux mois de reprise, le secteur industriel va tout de même afficher au **T2** la plus forte contraction de son histoire, avec un recul de 43% t/t en rythme annualisé. Selon le *nowcast* de la Fed d'Atlanta, le recul du PIB réel est de son côté estimé à -35% t/t en rythme annualisé au T2.
- **Demande** – En **juin**, les ventes au détail ont progressé à un rythme soutenu (+7.5% m/m), moindre toutefois qu'en mai (+18%). Les dépenses qui avaient été suspendues pendant le confinement sont désormais récupérées presque en totalité, mais il subsiste de grandes différences selon les secteurs (tableau). Avec la recrudescence de l'épidémie depuis la mi-juin, la mobilité des consommateurs a cessé de se redresser, ce qui pourrait freiner la consommation à court terme.

	pre-shock level (bn\$)	% of total	February (index)	March	April	May	June
Retail sales	527	100	100	92	78	92	99
_Auto	105	20	100	74	65	97	105
_Gasoline	41	8	100	83	63	71	81
_Building materials	33	6	100	101	99	111	110
_Restaurants	65	12	100	70	46	60	73
_Online stores	69	13	100	105	115	123	120
_Food stores	64	12	100	127	111	113	112
_General stores	60	11	100	108	94	99	102
_Health stores	30	6	100	105	90	91	94
_Clothing stores	22	4	100	51	14	38	77
_Furniture stores	10	2	100	78	40	71	94
_Other stores	27	5	100	84	56	77	96

- **Enquêtes** – Selon le Livre Beige, qui couvre la période jusqu'au **6 juillet**, l'activité s'est redressée partout sauf dans le district de la Fed de San Francisco (toute la côte ouest). La reprise est très inégale d'une région à l'autre. Dans l'ensemble, le niveau d'activité reste bien inférieur à ce qu'il était avant la pandémie. Le retour au travail des salariés est ralenti du fait de l'inquiétude sanitaire, des problèmes de garde d'enfant (d'où l'importance du débat actuel sur la réouverture des écoles après l'été) et de la générosité des allocations de chômage. La demande de crédit stagne sauf pour les prêts hypothécaires (renégociation pour tirer parti des taux bas) et les prêts aux entreprises dans le cadre du *Paycheck Protection Program*.

Politique monétaire et budgétaire

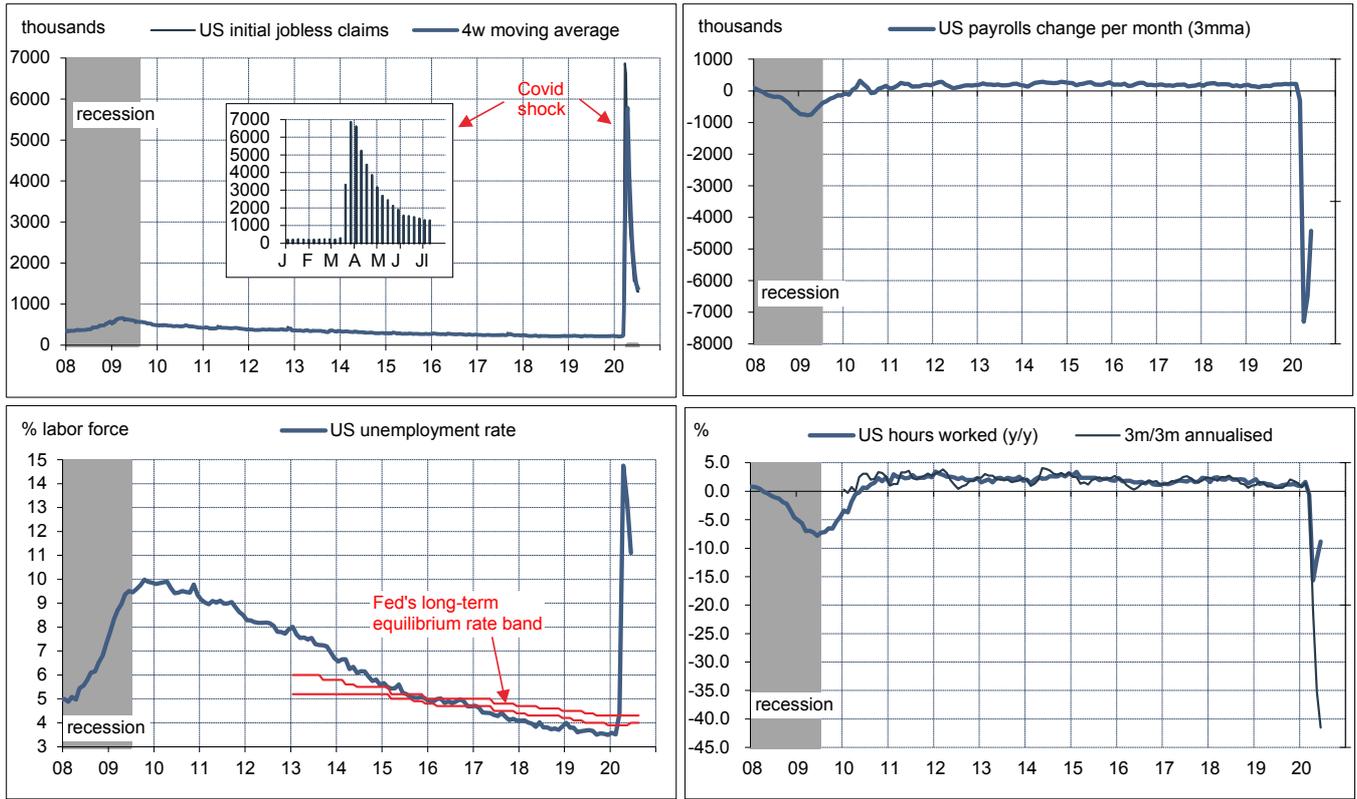
- Dans un discours le **14 juillet**, Lael Brainard, une voix influente du Board de la Fed, a affirmé que la priorité était de garder une politique monétaire très souple aussi longtemps que les conditions d'emploi resteront dégradées, ce qui peut vouloir dire pendant des années. Mme Brainard a un penchant pour l'*average inflation targeting*, ce qui est le moyen le plus simple de formaliser qu'on peut tolérer (et même désirer) une inflation dépassant la cible de 2% si cela fait suite à une période durant laquelle l'inflation était trop basse. Compte tenu des risques baissiers sur la reprise (virus, perte de potentiel), Mme Brainard est favorable à ce que la Fed se dote de cibles sur certains points de la courbe des taux. Selon elle, ce serait le meilleur moyen de renforcer la crédibilité de la *forward guidance* sur les taux bas et d'éviter des malentendus avec les marchés (comme cela se produisit en 2013 lors de l'épisode du *taper tantrum*).
- Les tensions sino-américaines se poursuivent sous la forme de restrictions de visas entre les deux pays. Le président Trump a officiellement retiré son statut spécial à Hong Kong, après la prise en main plus directe du territoire par la Chine. La perspective d'une "phase 2" de l'accord commercial est suspendue *sine die*.

A suivre la semaine prochaine

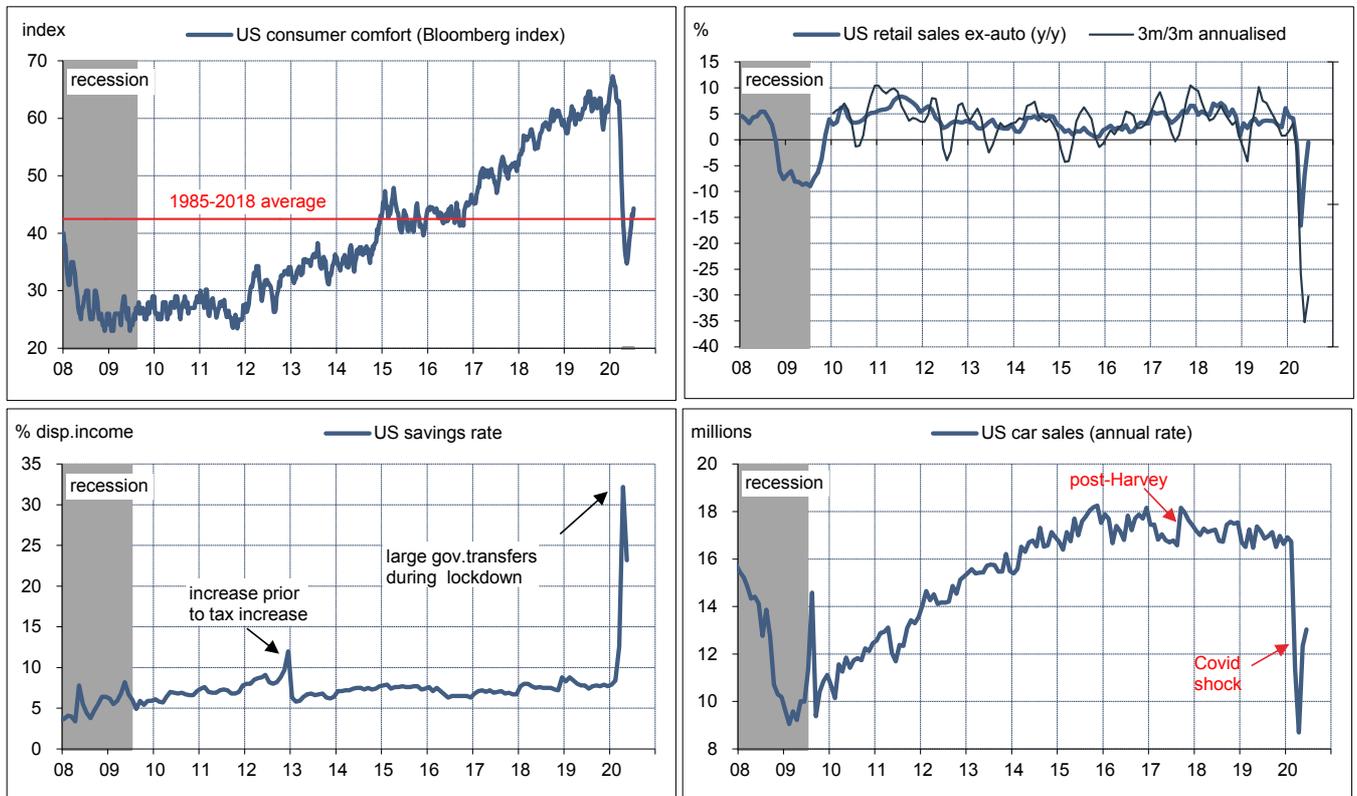
- Les indices PMI (le **24**) seront la principale information économique des prochains jours. Ils vont refléter le climat des affaires sur la première quinzaine de juillet, une période marquée par un nouvel emballement de l'épidémie. Les données à haute fréquence disponibles à ce jour suggèrent, non pas une rechute de l'activité, mais un tassement du rythme de la reprise. L'indice PMI-composite a rebondi de 20 points d'avril à juin, pointant à 48.2pts, toujours un peu en-deçà du niveau pré-pandémie. Pour rappel, les premières enquêtes manufacturières de juillet ont continué d'évoluer favorablement dans le district de New York et de Philadelphie.



Annexe 1 - Marché du travail



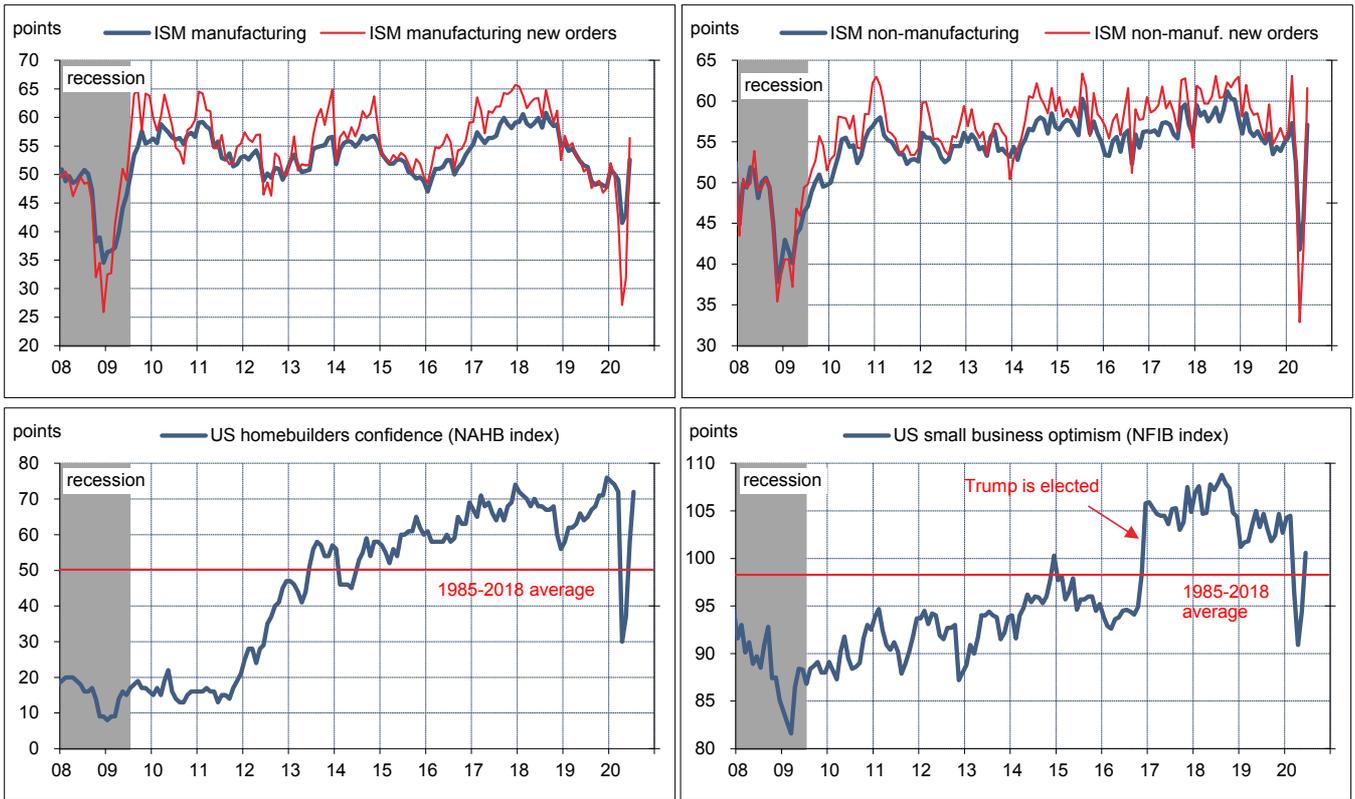
Annexe 2 - Consommateur



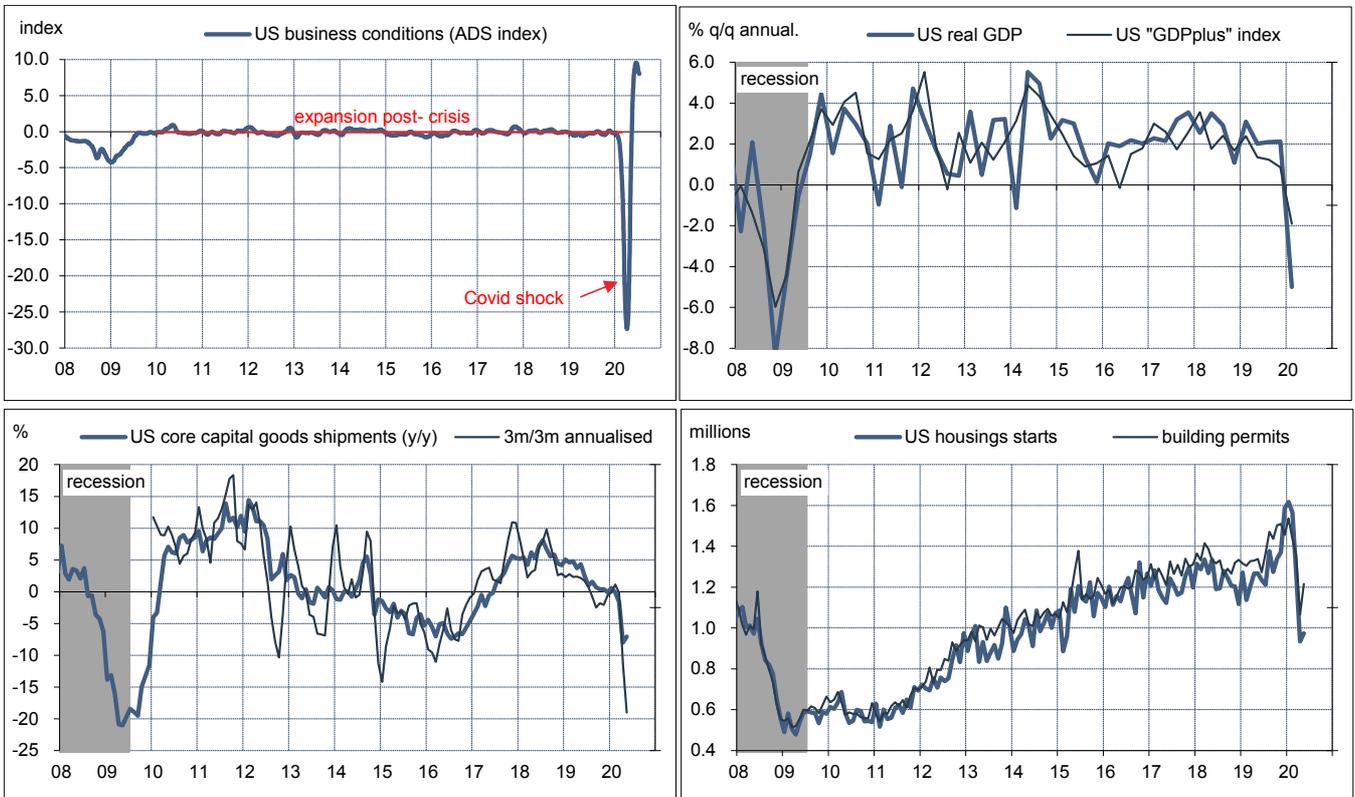
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 3 - Climat des affaires



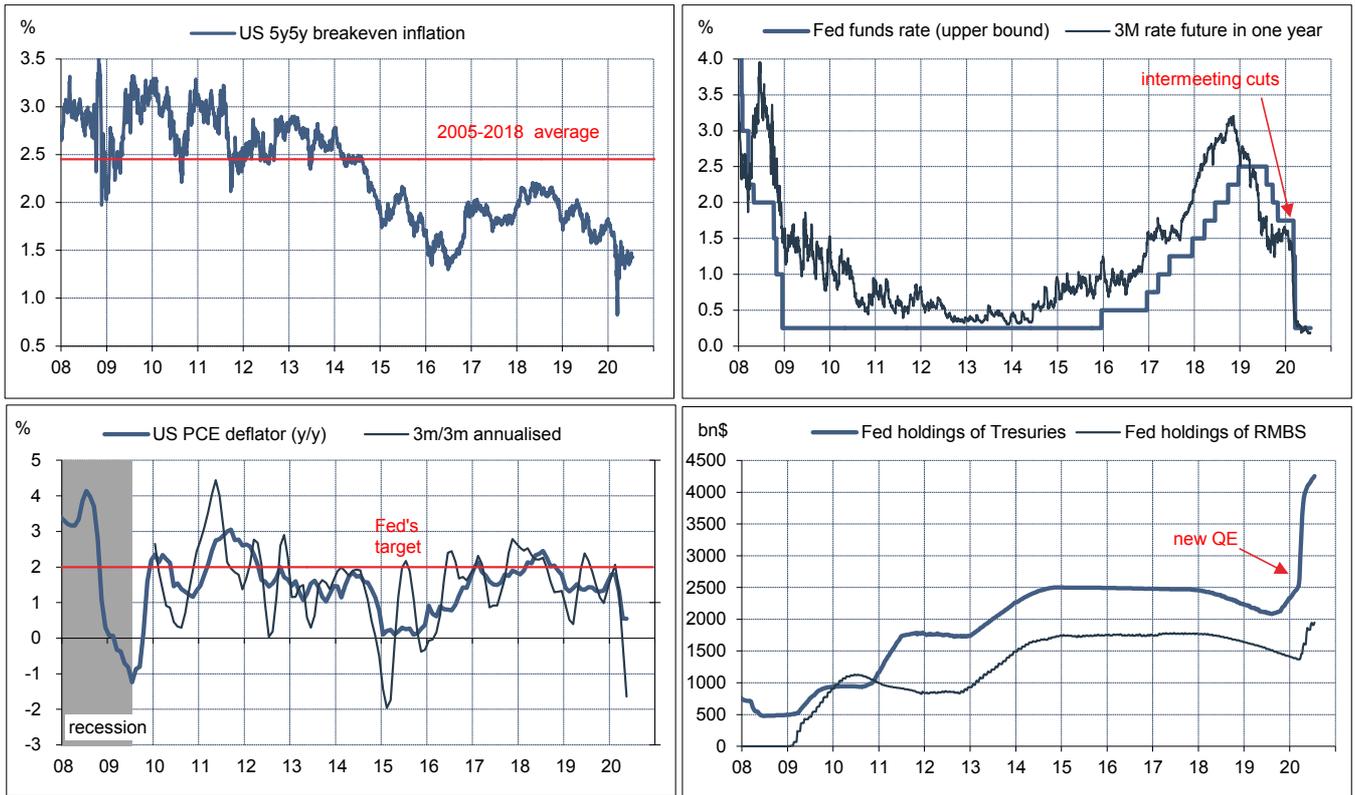
Annexe 4 - Conditions d'activité



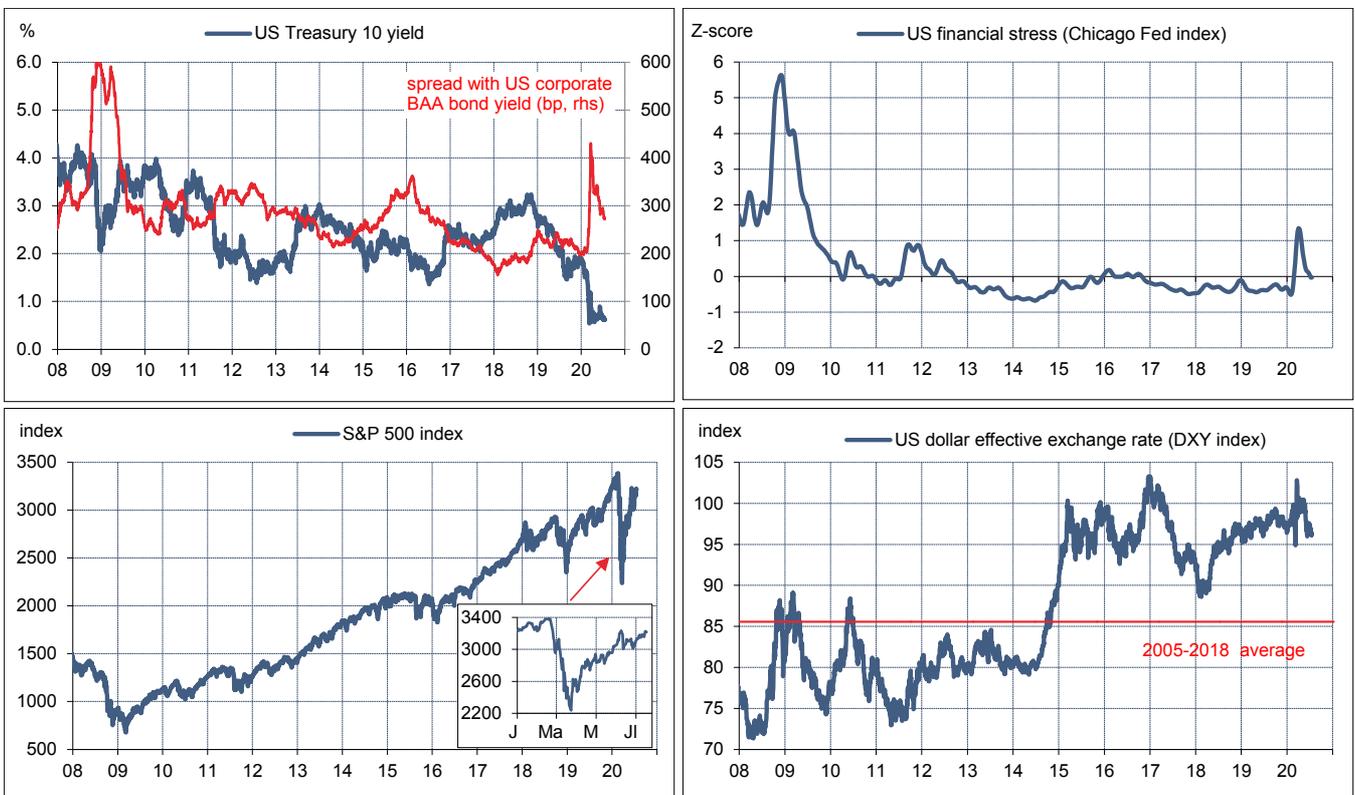
Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Annexe 5 - Inflation et politique monétaire



Annexe 6 - Marchés financiers



Sources : Thomson Reuters, Bloomberg, Oddo BHF Securities



Disclaimer:

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs autres que des ressortissants des Etats-Unis :

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »), agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Lorsqu'elle est distribuée hors des Etats-Unis, l'étude est exclusivement destinée à des clients non américains d'ODDO ; elle ne saurait être divulguée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ODDO.

Le présent document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions personnelles avant sa publication. La présente étude a été préparée dans le respect des dispositions réglementaires destinées à promouvoir l'indépendance de l'analyse financière. Des « murailles de Chine » (barrières à l'information) ont été mises en place pour éviter la diffusion non autorisée d'informations confidentielles ainsi que pour prévenir et gérer des situations de conflit d'intérêts.

A la date de publication du présent document, ODDO et/ou l'une de ses filiales peuvent être en conflit d'intérêts avec le ou les émetteur(s) mentionnés. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de ODDO. Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Cette étude s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Elle peut ne pas contenir l'information nécessaire pour que d'autres personnes prennent des décisions d'investissement. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas un investisseur institutionnel.

Avertissement relatif à la distribution par ODDO BHF SCA à des investisseurs ressortissants des Etats-Unis :

Merci de vous référer aux rapports de recherche sur les sociétés concernées pour une information complète et les mentions d'informations.

La présente étude a été réalisée par ODDO BHF Corporates & Markets, division d'ODDO BHF SCA (« ODDO »). Cette étude est distribuée aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis exclusivement par ODDO BHF New York Corporation (« ONY »), MEMBER: FINRA/SIPC. Elle s'adresse exclusivement aux clients d'ONY ressortissants institutionnels des Etats-Unis et ne saurait être communiquée à un tiers sans le consentement préalable et écrit d'ONY. Ce document n'est pas et ne doit pas être interprété comme une offre de vente ni comme la sollicitation d'une offre d'achat ou de souscription à un quelconque investissement. Ce document vous est fourni à titre d'information uniquement et ne constitue pas une base suffisante pour prendre une décision d'investissement.

A la date de publication du présent document, ODDO, et/ou l'une de ses filiales peuvent avoir noué des relations d'affaires avec le ou les émetteur(s) mentionnés dans ce document. Tous les efforts raisonnables ont été déployés pour veiller à ce que les informations contenues dans les présentes ne soient pas erronées ou mensongères à la date de la publication, mais aucune garantie n'est donnée de même qu'aucune conviction ne doit être fondée sur l'exactitude ou l'exhaustivité de ces informations. Cependant, ODDO n'a pas d'obligation de mettre à jour ou modifier l'information contenue dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les opinions exprimées dans le présent document sont le reflet du contexte actuel ; elles sont susceptibles de modification sans préavis.

Cette étude ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement de même qu'elle ne tient pas compte des objectifs d'investissement, de la situation financière ni des besoins propres aux clients. Ceux-ci sont invités à s'interroger sur l'adéquation entre un avis ou une recommandation quelconque, exprimés dans l'étude, et leur situation personnelle et, si besoin est, à consulter un professionnel, y compris un conseiller fiscal.

Ce rapport n'est pas un rapport de recherche au sens de FINRA Rule 2241(a)(11) car ce rapport répond à l'une des exclusions de la définition de rapport de recherche au sens de la Règle 2241(a)(11)(A). Ce document s'adresse uniquement aux investisseurs institutionnels. Consultez votre conseiller financier ou un professionnel de placement si vous n'êtes pas sûr d'être un investisseur institutionnel.

Informations à communiquer conformément à la Loi et aux Règlements des Etats-Unis

Information Règle 15a-6 : Conformément à la Règle 15a-6 (a), toutes transactions réalisées par ODDO, et/ou par une de ses filiales avec un client institutionnel américain sur les titres décrits dans ce document réalisé hors des Etats-Unis, doivent être effectuées par l'intermédiaire d'ONY.

Coordonnées de la société chargée de la distribution de la recherche aux investisseurs ressortissants des Etats-Unis : ODDO BHF New York Corporation, MEMBER: FINRA/SIPC est une filiale à 100 % d'ODDO BHF SCA ; Philippe Bouclainville, Président (pbouclainville@oddo.com) 150 East 52nd Street New York, NY 10022 212-481-4002.

Vous pouvez consulter les mentions des conflits d'intérêts de toutes les sociétés mentionnées dans ce document sur le de Oddo & cie.