NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

12 novembre 2010 – N°. 615

Les choses se répètent à l'identique aux Etats-Unis : la politique monétaire essaie de compenser la faiblesse des salaires

Déjà durant les années 2000, la politique monétaire très expansionniste des Etats-Unis avait permis, par la progression induite de l'endettement des ménages, de compenser la faiblesse des salaires et la déformation du partage des revenus au détriment des salariés.

Dans les années 2010, à nouveau on voit que la politique monétaire très expansionniste vise à compenser la faiblesse de la demande des ménages, elle même à nouveau liée à la déformation du partage des revenus ; la conséquence de la politique monétaire très expansionniste sera différente : dépréciation du dollar et non reprise de crédit aux ménages.

Dans les deux cas :

- ***c'est l'exigence d'une rentabilité très élevée du capital, qui impose la baisse de la part des salaires dans le PIB, qui conduit à la politique monétaire très expansionniste aux Etats-Unis ;***
- ***les conséquences de cette politique monétaire très expansionniste sont désastreuses : crise des « subprimes » à la fin des années 2000 ; « guerre des changes » dans les années 2010.***

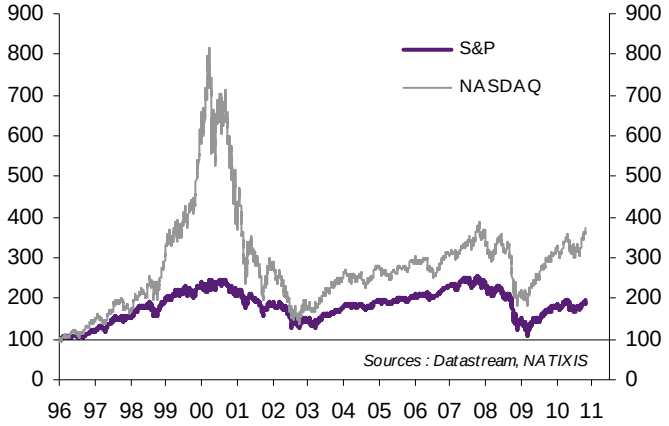
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

2001 – 2007 : premier épisode de politique monétaire très expansionniste aux Etats-Unis, en réaction à la faiblesse des salaires

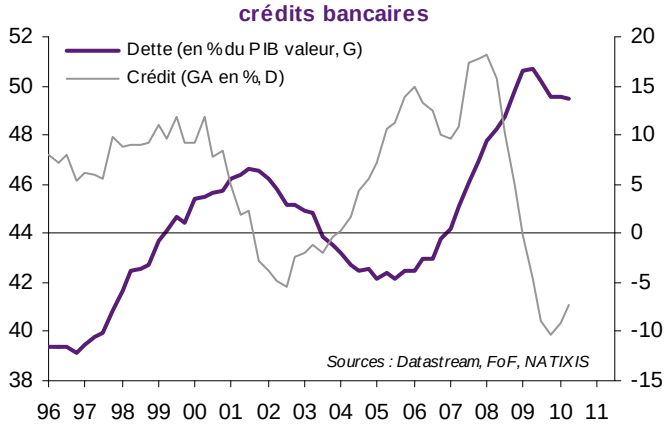
L'explosion de la bulle sur les actions en 2000 – 2001 **(graphique 1 a)** révèle l'excès d'endettement des entreprises surtout aux Etats-Unis et les force à se désendetter **(graphique 1 b).**

Le désendettement des entreprises doit alors être facilité par la remontée rapide de la profitabilité et du taux d'autofinancement des entreprises américaines (graphique 2 a), ce qui conduit, à partir de 2001, **à la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 2 b).**

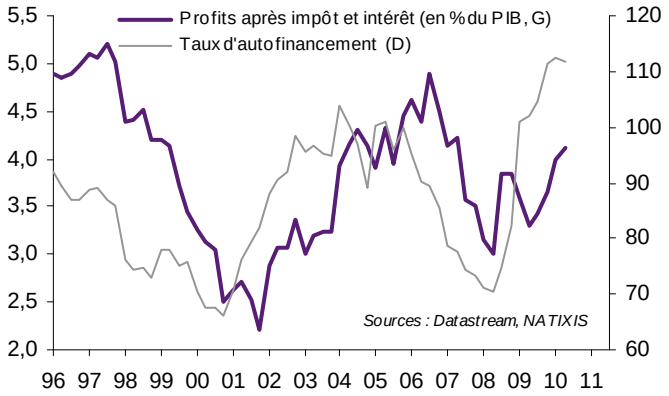
Graphique 1 a
Etats-Unis : indices boursiers (100 en 1996 : 1)



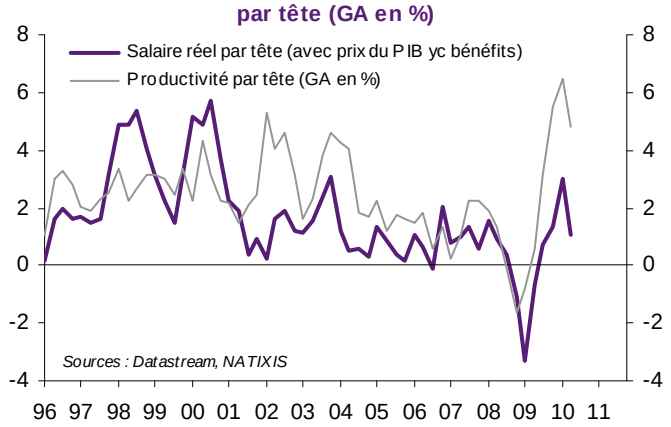
Graphique 1 b
Etats-Unis : dette des entreprises et crédits bancaires



Graphique 2 a
Etats-Unis : profits après impôts et intérêts et taux d'autofinancement



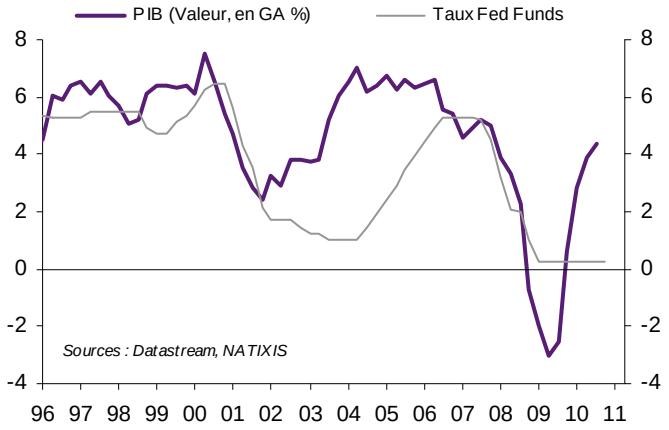
Graphique 2 b
Etats-Unis : salaire réel par tête et productivité par tête (GA en %)



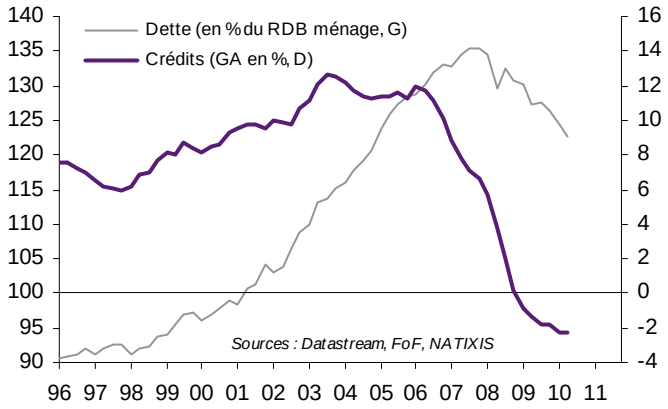
La faiblesse des hausses des salaires réels aurait dû alors conduire à la faiblesse de la demande des ménages, si la politique monétaire n'était pas restée très expansionniste, comme le montre la hiérarchie entre les taux d'intérêt et la croissance en valeur **(graphique 3).**

Cette politique monétaire expansionniste, de 2001 à 2007, a permis **la forte hausse de l'endettement des ménages (graphique 4 a),** le soutien de la consommation **par la baisse du taux d'épargne (graphique 4 b),** la hausse de la demande de logements et l'enrichissement **par la bulle immobilière (graphiques 4 c - d).**

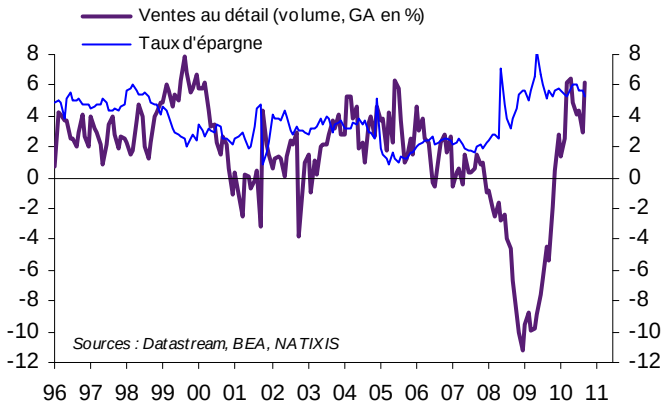
Graphique 3
Etats-Unis : taux directeur et croissance du PIB



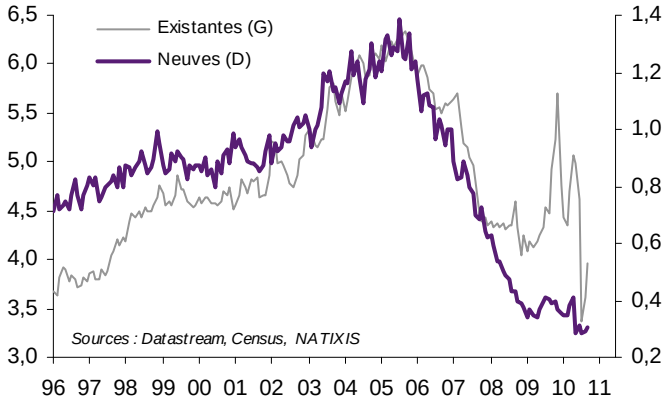
Graphique 4 a
Etats-Unis : crédits aux ménages et dette des ménages



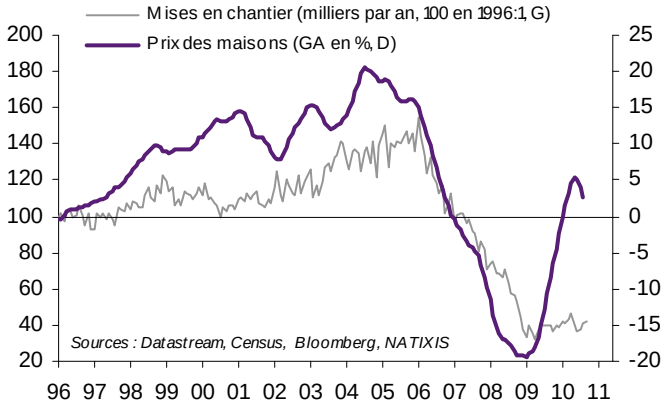
Graphique 4 b
Etats-Unis : taux d'épargne nette mensuel des ménages et ventes au détail



Graphique 4 c
Etats-Unis : ventes de maisons (en millions par an)



Graphique 4 d
Etats-Unis : mises en chantier et prix des maisons

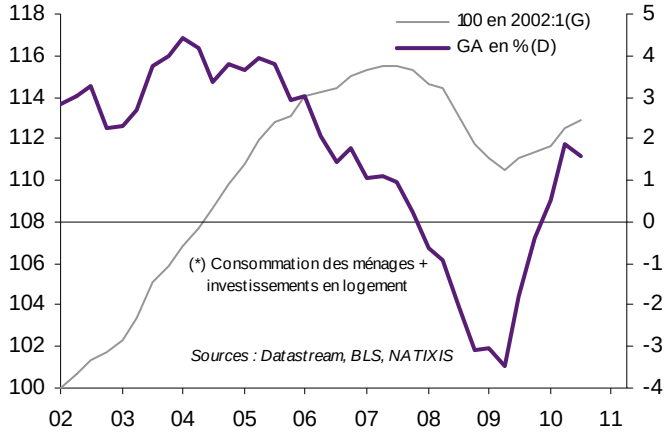


2008 – 2011 (et plus tard ?) : second épisode de politique monétaire très expansionniste aux Etats-Unis

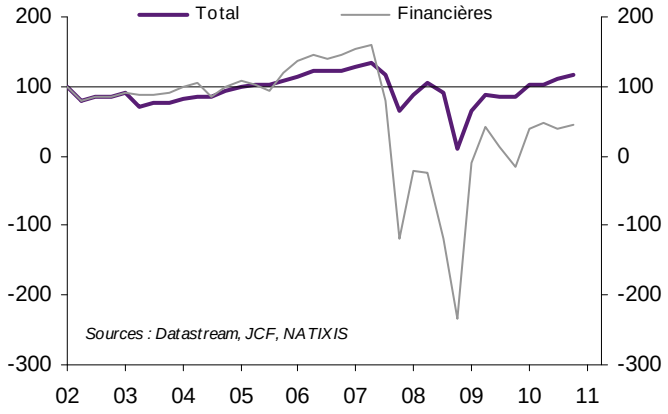
La crise financière de 2007 - 2009 conduit aux Etats-Unis **à l'effondrement de l'activité de construction** (graphiques 4 c – d ci-dessous), **à la remontée du taux d'épargne et au désendettement des ménages** (graphiques 4 a - b), donc **au recul de la demande des ménages (graphique 5).**

La remontée de la profitabilité des entreprises est spectaculaire, (graphique 2 a plus haut, **graphique 6), basée sur une déformation très rapide du partage des revenus en faveur des profits** (graphique 2 b plus haut). **La faiblesse des salaires réels et des revenus salariaux (graphique 7)** contribue bien sûr largement à celle de la demande intérieure.

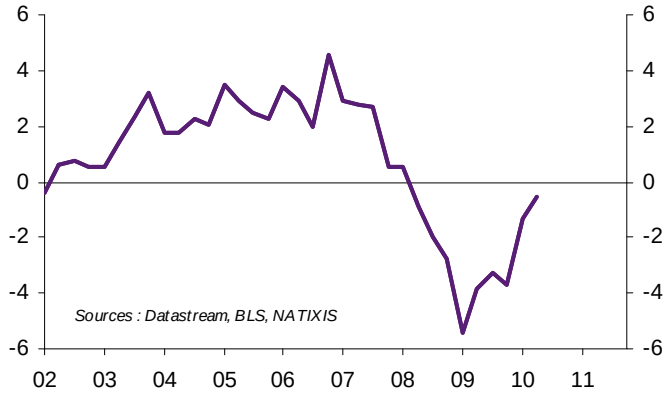
Graphique 5
Etats-Unis : demande des ménages* en volume



Graphique 6
Etats-Unis: BNA (100 en 2002 : 1)



Graphique 7
Etats-Unis : masse salariale réelle reçue par les ménages (déflatée par le prix conso, GA en %)



La réaction de la politique monétaire des Etats-Unis est brutale :

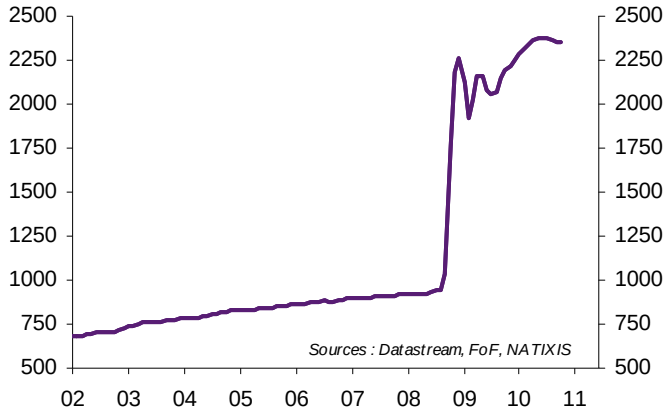
- **Quantitative Easing 1, après la faillite de Lehman (graphique 8)** surtout un « Credit Easing » : achats de RMBS, de titres des Agences **(tableau 1),** avec l'objectif de faciliter le refinancement des crédits immobiliers, de réduire les taux d'intérêt des mortgages **(graphiques 9 a – b).** Il y a effectivement baisse des taux d'intérêt et hausse des refinancements des crédits, ce qui améliore la solvabilité des ménages, mais pas reprise du crédit (graphique 4 a plus haut).

Tableau 1
Actifs détenus par la Réserve Fédérale (Mds de dollars)

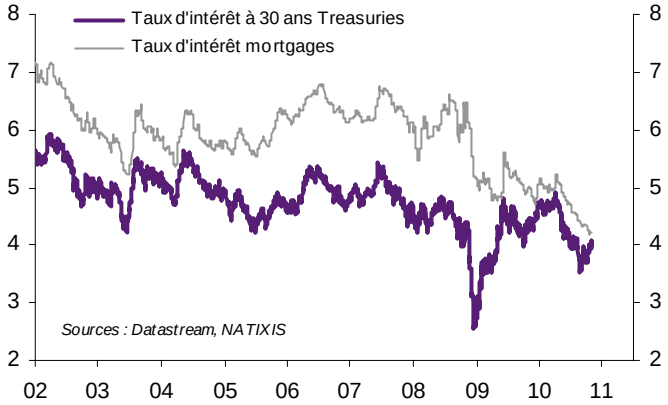
	U.S. Treasury	Federal agency	Mortgage-Backed securities	Repurchase agreements	Term Auction Credit	Other Loans	Commercial paper	Liquidity Swaps	Other Federal Reserve assets	Total factors supplying reserve funds
31/03/2008	629,0	0,0	0,0	84,8	80,0	33,5	0,0	0,0	43,4	921
30/06/2008	478,8	0,0	0,0	121,7	150,0	20,9	226,0	62,0	43,3	927
30/09/2008	476,6	3,7	0,0	111,7	150,0	187,8	282,2	135,2	41,0	1 186
31/12/2008	476,1	19,9	0,0	80,0	420,8	196,9	325,8	543,6	43,7	2 233
31/03/2009	474,7	48,8	237,0	0,0	468,6	134,3	240,8	327,7	49,0	2 107
30/06/2009	647,8	92,1	467,1	0,0	282,8	123,7	140,8	121,6	73,0	2 052
30/09/2009	762,7	126,9	689,2	0,0	196,0	111,1	42,8	59,1	85,1	2 191
31/12/2009	776,6	158,6	904,6	0,0	75,9	87,1	14,0	12,1	99,5	2 276
31/03/2010	776,7	167,5	1 073,5	0,0	3,4	84,5	7,8	0,0	96,2	2 357
30/06/2010	777,0	165,7	1 128,4	0,0	0,0	69,4	1,0	1,2	94,8	2 387
30/09/2010	792,0	156,1	1 101,6	0,0	0,0	52,8	0,0	0,0	94,4	2 349
08/10/2010	814,3	154,1	1 078,5	0,0	0,0	49,2	0,0	0,1	96,1	2 344,2

Sources : Federal Reserve, Datastream

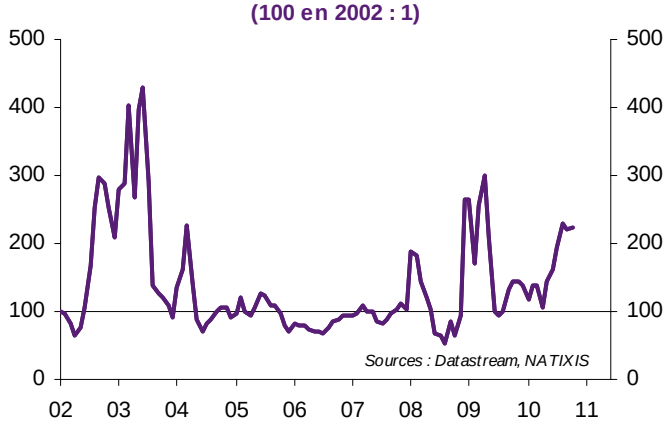
Graphique 8
Etats-Unis : base monétaire (en Mds de dollars)



Graphique 9 a
Etats-Unis : taux à 30 ans treasuries et taux d'intérêt mortgages



Graphique 9 b
Etats-Unis : indice de refinancement mortgages (100 en 2002 : 1)

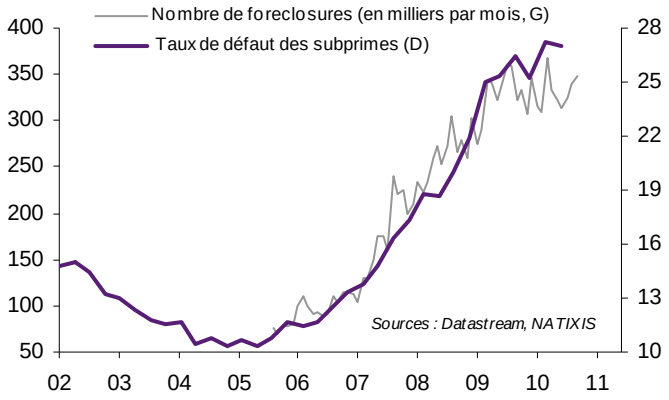


- **Quantitative Easing 2, à partir du 4éme trimestre 2010,** avec des achats de Treasuries, l'objectif central étant probablement de faire davantage baisser les taux d'intérêt à long terme, de réduire le service de la dette des ménages, aussi d'éviter l'inflation négative et peut être de déprécier le dollar.

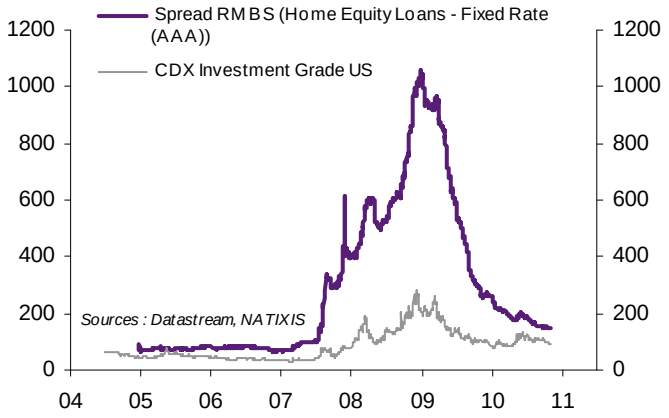
Les conséquences dramatiques dans les deux cas de la politique monétaire très expansionniste des Etats-Unis

L'épisode de politique monétaire très expansionniste de la période 2001 – 2007 se termine par la crise des subprimes : très forte hausse des défauts des ménages (graphique 10 a), conduisant à l'effondrement de la valeur des actifs liés à la titrisation des crédits hypothécaires **(graphique 10 b),** d'où la crise bancaire, la faillite de Lehman, etc…

Graphique 10 a
Etats-Unis : nombre de maisons saisies et taux de défaut des subprimes



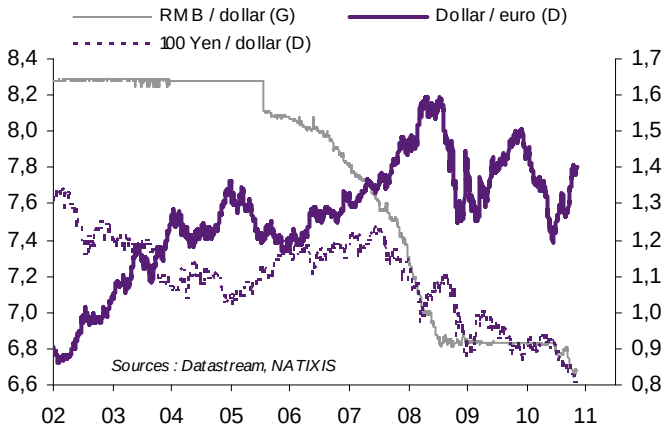
Graphique 10 b
Spread RMBS (AAA fixed rate) et indice CDX



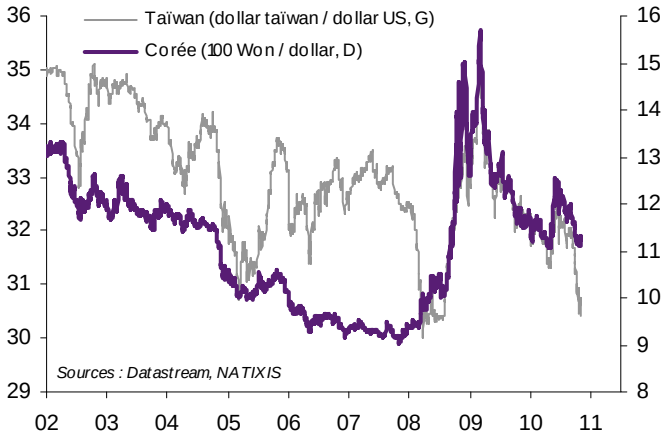
L'épisode de politique monétaire expansionniste qui débute en 2008 se termine déjà mal par la « guerre des changes » : l'annonce du Quantitative Easing 2 a provoqué la **dépréciation du dollar vis-à-vis de toutes les monnaies (graphiques 11 a – b – c), d'où les réactions des autres pays :**

- **interventions de change** (Japon, autres pays d'Asie, surtout Chine **(graphique 12)**
- **contrôle des changes** (Brésil, Corée, Thaïlande),

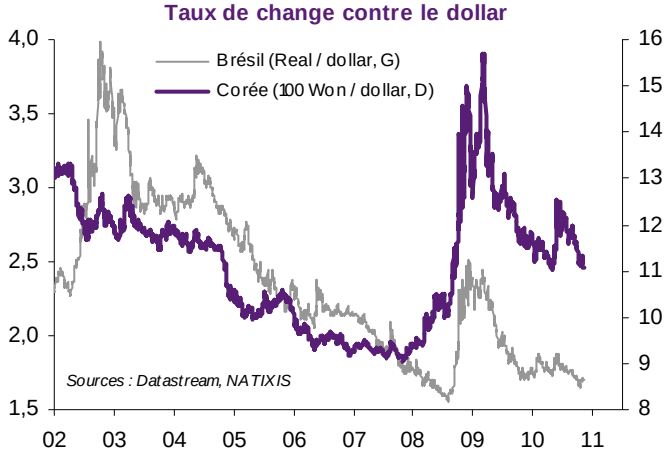
Graphique 11 a
Taux de change contre dollar



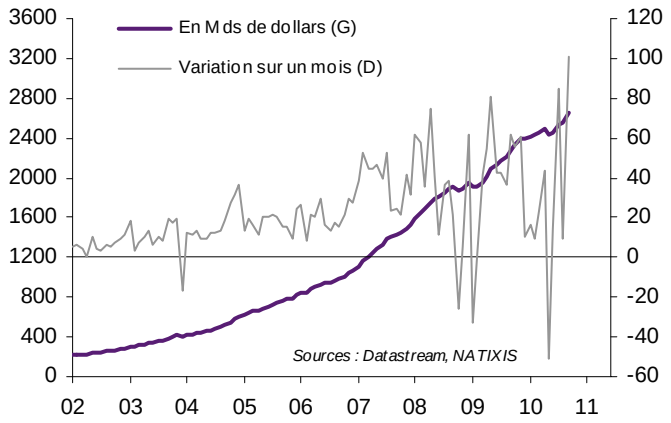
Graphique 11 b
Taux de change contre le dollar



Graphique 11 c
Taux de change contre le dollar



Graphique 12
Chine : réserves de change (Mds de dollars)



d'où les difficultés certaines pour les pays dont les monnaies s'apprécient (en particulier la zone euro), d'où un excès de création monétaire dans les pays qui accumulent des réserves de change qui s'ajoute à l'excès de création monétaire aux Etats-Unis, d'où une forte tension internationale.

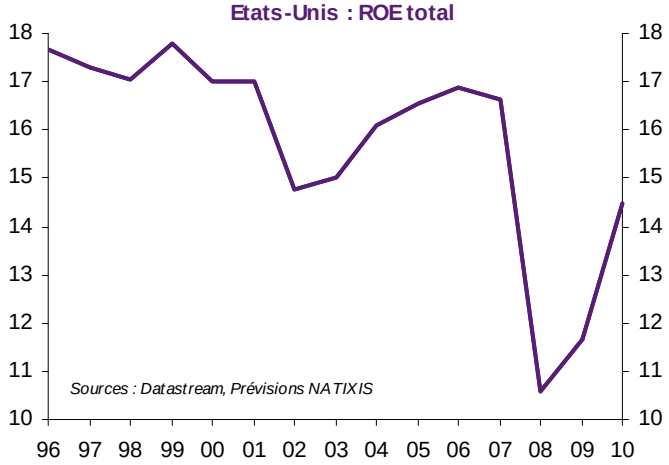
Synthèse : il serait préférable que les Etats-Unis arrêtent de compenser la faiblesse des salaires par une politique monétaire ultra-expansionniste

Dans les deux épisodes (années 2000, années 2008 – 2012), **la politique monétaire aux Etats-Unis a dû réagir à la déformation du partage des revenus au détriment des salariés, qui visait fondamentalement à retrouver un niveau élevé de rendement du capital après une crise (graphique 13).**

Cette politique a dans les deux cas, abouti à une catastrophe :

- crise financière ;
- guerre des changes.

Graphique 13
Etats-Unis : ROE total



Il serait donc préférable (pour les Etats-Unis, pour les autres pays) **qu'une exigence de rendement du capital plus faible, permette de distribuer une plus grande position des gains de productivité aux salariés,** donc évite à la politique monétaire de devenir hyper-expansionniste.