NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

11 janvier 2011– N° 23

Comment peut-on croire qu'il y aura 3 ½ % ou plus de croissance aux Etats-Unis en 2011 – 2012 ?

Beaucoup de grandes banques ont des prévisions de croissance forte pour les Etats-Unis en 2011 – 2012 (autour de 3,5 %). Nous pensons qu'il s'agit d'une erreur de jugement :

- ***même si la profitabilité des entreprises est très forte, la reprise de l'investissement est limitée par la faiblesse de la demande et de l'utilisation des capacités ;***
- ***le cycle de restockage s'achève ;***
- ***la solvabilité des ménages est toujours dégradée et ils continuent donc à se désendetter ;***
- ***le chômage structurel a nettement augmenté, ce qui affaiblit les revenus salariaux ;***
- ***pour ces raisons, la reprise de l'activité du secteur de l'immobilier résidentiel n'est que très lente ; de plus, la pentification de la courbe des taux a des effets négatifs sur ce secteur ;***
- ***les difficultés des collectivités locales réduisent la demande et l'emploi ;***
- ***la hausse des prix des matières premières due à l'excès de liquidité affaiblit la croissance.***

Fondamentalement, après le quadruple choc (crise bancaire, de l'excès d'endettement, immobilière, boursière) subi, il ne nous semble pas possible qu'il y ait retour rapide à une situation économique normale aux Etats-Unis. Mais cette situation est inacceptable pour l'administration et le Congrès, d'où les politiques de relance.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteurs :
Patrick ARTUS
Inna MUFTEEVA

Prévisions de croissance forte pour les Etats-Unis, des grands banques anglo-saxonnes

Après l'annonce du programme de relance budgétaire en décembre 2010, **les grandes banques anglo-saxonnes ont révisé à la hausse leurs prévisions de croissance pour les Etats-Unis,** et arrivent maintenant à une croissance forte (**le tableau 1** donne quelques exemples, et nos propres prévisions).

Tableau 1
Prévisions de croissance pour les Etats-Unis

	2010	2011	2012
J.P. Morgan	2,90	3,30	3,00
Goldman Sachs	2,80	3,40	3,80
Barclays Capital	2,80	2,80	3,60
NATIXIS	2,78	2,71	2,36

Sources :NATIXIS, J.P Morgan, Goldman SACHS, Barclays Capital

Ces prévisions ont en commun :

- une croissance de la consommation des ménages supérieure à 3 % / an ;
- une croissance de l'investissement des entreprises proche de 10 % / an ;
- une reprise de l'investissement résidentiel (+ 3 à + 6 % en 2011, + 14 – 15 % en 2012) ;
- une contribution négative du commerce extérieur à la croissance.

Si ces banques ont raison :

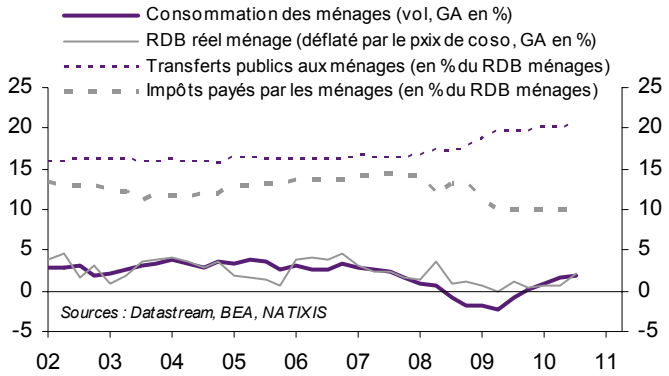
- le taux de chômage va baisser aux Etats-Unis ;
- le déficit extérieur va beaucoup augmenter ;
- la courbe des taux d'intérêt va se pentifier ;
- l'inflation sous-jacente va légèrement augmenter, avec une croissance supérieure nettement à la croissance potentielle.

Mais nous pensons que cette vue des Etats-Unis est trop optimiste et oublié les problèmes structurels.

Pourquoi il faut être plus prudents

La relance budgétaire décidée en décembre 2010 va évidemment soutenir la croissance de la consommation par les transferts publics et la baisse des impôts des ménages **(graphique 1),** mais :

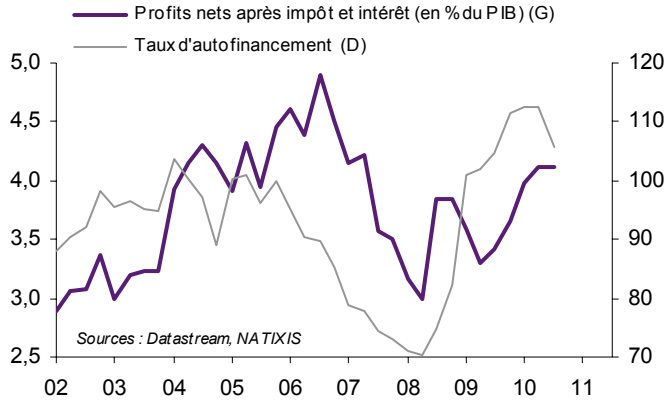
Graphique 1
Etats-Unis : consommation des ménages, RDB réel des ménages, transferts publics aux ménages et impôts payés par les ménages



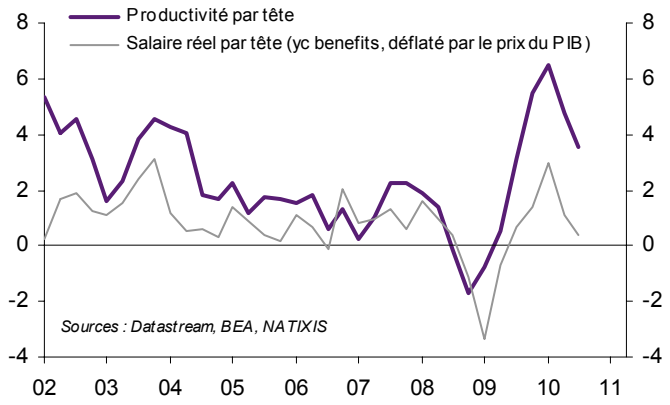
N° 1 – les entreprises, même très profitables, n'ont pas besoin d'investir beaucoup

La profitabilité des entreprises américaines a beaucoup remonté **(graphique 2 a)** grâce à **la déformation du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 2 b), mais nous n'en concluons pas que l'investissement des entreprises va beaucoup augmenter (graphique 3).**

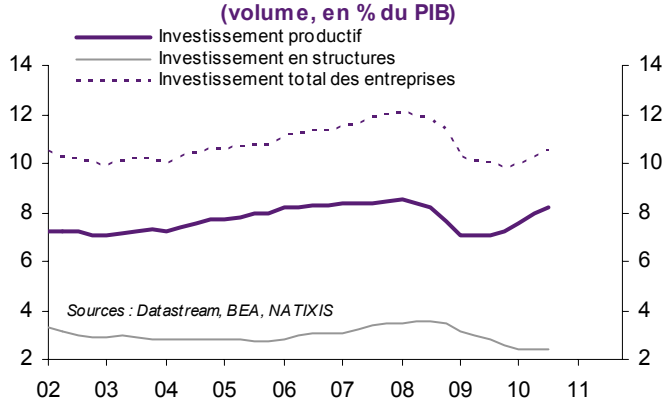
Graphique 2 a
Etats-Unis : profits après impôts et intérêts et taux d'autofinancement



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

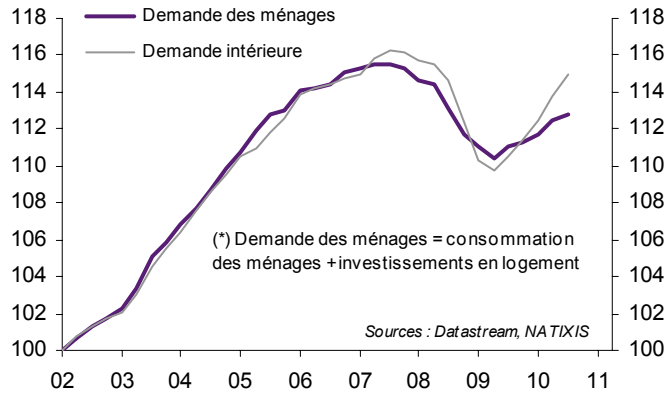


Graphique 3
Etats-Unis : investissement productif, structurel et total des entreprises (volume, en % du PIB)

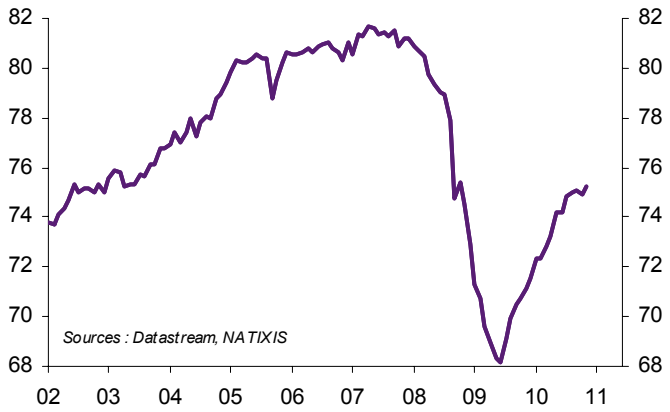


En effet, le niveau de demande et de taux d'utilisation des capacités est encore faible aux Etats-Unis (graphiques 4 a – b), et ne justifie pas une forte accumulation de capital.

Graphique 4 a
Etats-Unis : demande des ménages* et demande intérieure (volume, 100 en 2002 : 1)

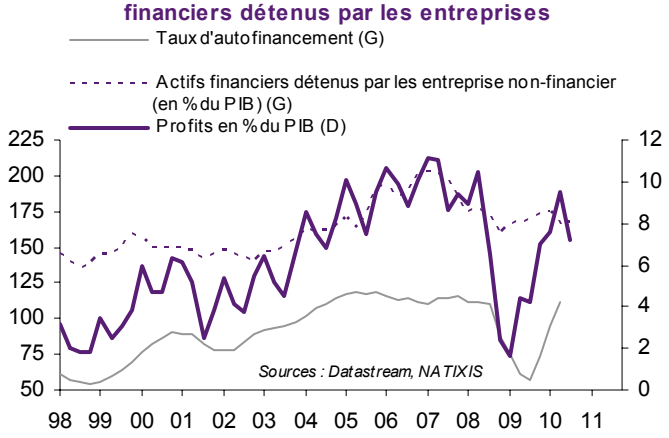


Graphique 4 b
Etats-Unis : taux d'utilisation des capacités



Nous attendons plutôt une situation similaire à celle du Japon, profitabilité forte conduisant à une forte accumulation d'actifs financiers par les entreprises **(graphique 5).**

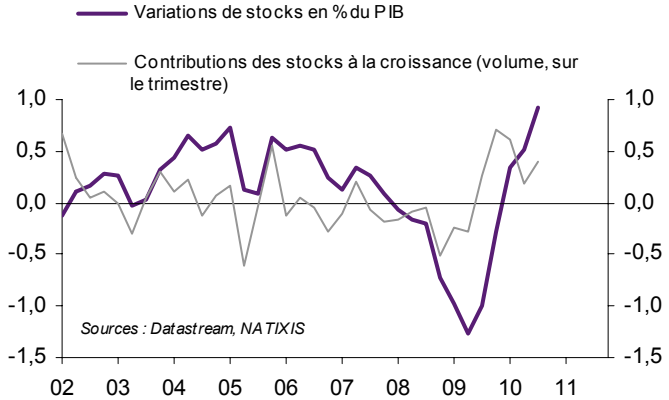
Graphique 5
Japon : profits, taux d'autofinancement et actifs financiers détenus par les entreprises



N° 2 - Le cycle de restockage s'achève

La reconstitution des stocks a joué un rôle majeur dans la reprise de la croissance aux Etats-Unis (graphique 6). Mais évidemment cette reconstitution des stocks va s'achever, probablement au 4éme trimestre 2010, ce qui va beaucoup réduire la croissance.

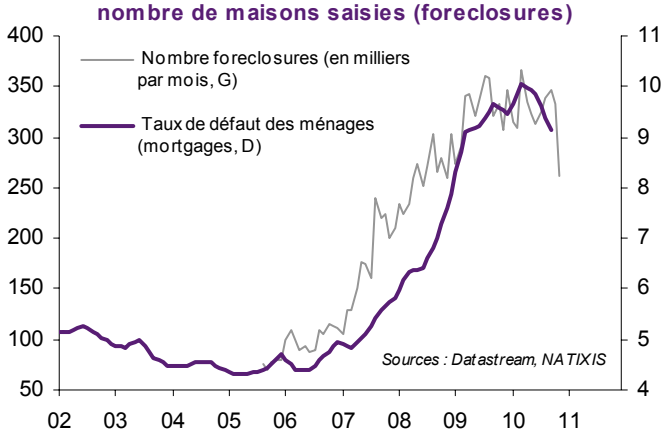
Graphique 6
Etats-Unis : variations de stocks et contribution des stocks à la croissance



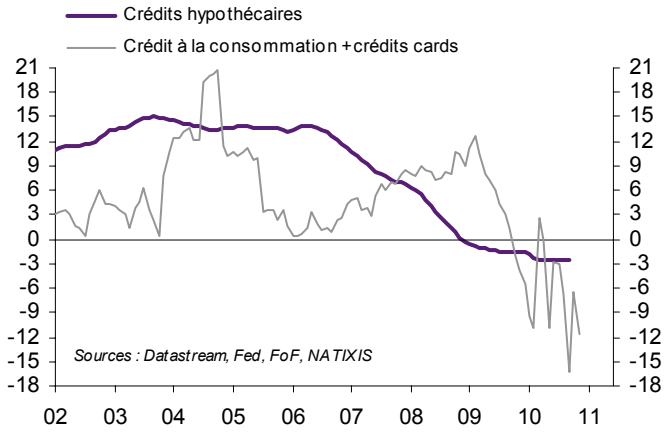
N° 3 - Solvabilité des ménages, désendettement, immobilier résidentiel

Beaucoup de ménages américains ont encore un problème d'insolvabilité (graphique 7 a), ce qui explique que **les ménages continuent à se désendetter (graphique 7 b)** et conduit à la **grande lenteur de la reprise de l'activité dans le secteur de l'immobilier résidentiel (graphiques 7 c – d).**

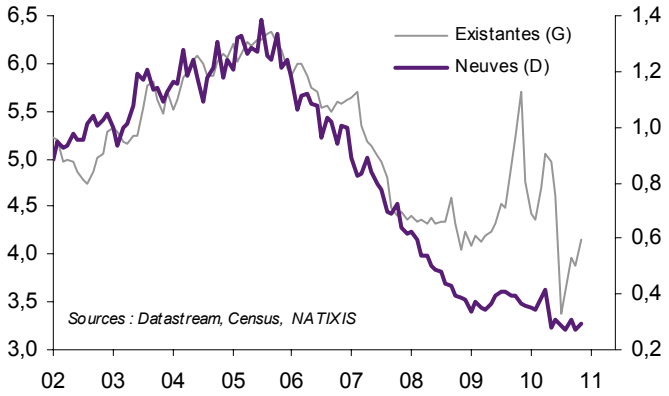
Graphique 7 a
Etats-Unis : taux de défaut des ménages et nombre de maisons saisies (foreclosures)



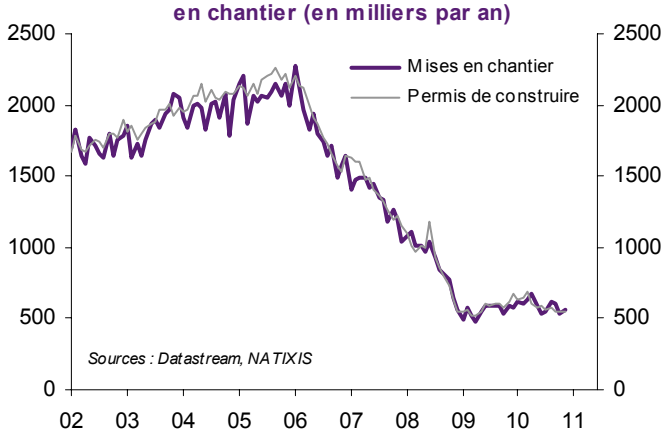
Graphique 7 b
Etats-Unis : crédits aux ménages (GA en %)



Graphique 7 c
Etats-Unis : ventes de maisons (en millions par an)



Graphique 7d
Etats-Unis : permis de construire et mises en chantier (en milliers par an)



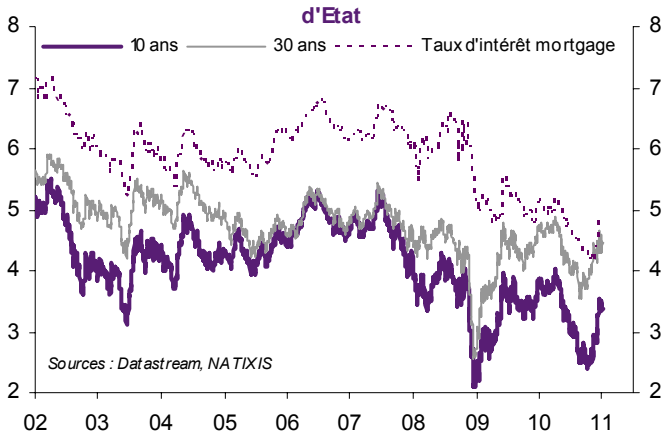
N° 4 – Taux d'intérêt à long terme, chômage structurel

Ce problème d'insolvabilité de beaucoup d'américains va être prolongé dans le temps pour deux facteurs :

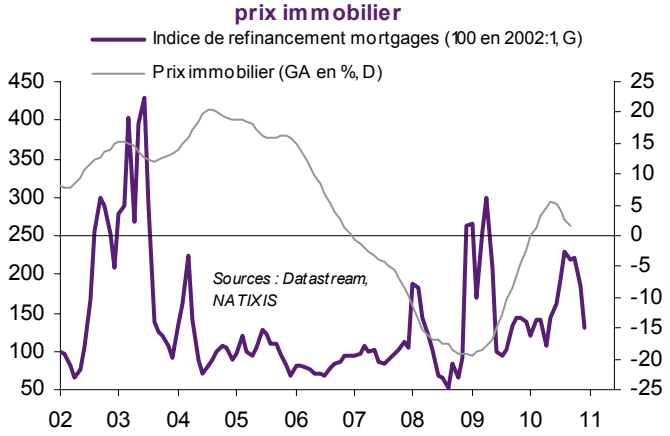
- **la remontée des taux d'intérêt à long terme (graphique 8 a)** qui fait reculer les refinancements de crédits hypothécaires et baisser à nouveau les prix des maisons **(graphique 8 b) ;**

- **la remontée du chômage structurel (graphique 9 a),** due à la moindre mobilité géographique des américains, à l'inadéquation des qualifications entre les chômeurs (qui viennent surtout de la construction et de l'industrie) et les emplois créés (santé, éduction, **graphique 9 b).**

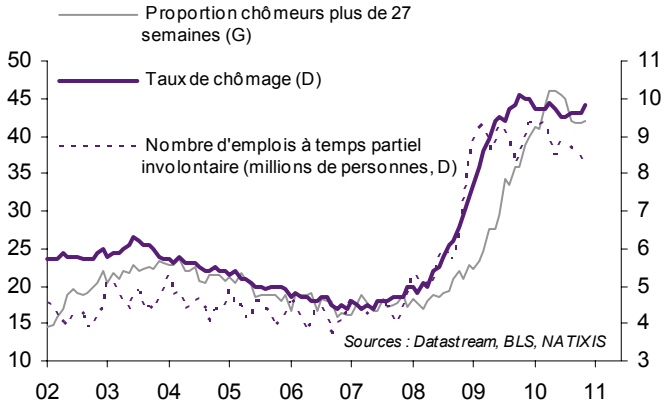
Graphique 8 a
Etats-Unis : taux d'intérêt sur les emprunts d'Etat



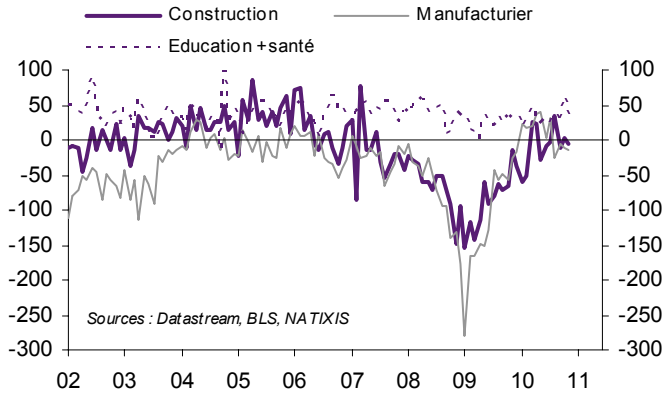
Graphique 8 b
Etats-Unis : indice refinancement mortgages et prix immobilier



Graphique 9 a
Etats-Unis : nombre de salariés à temps partiel involontaire et taux de chômage



Graphique 9 b
Etats-Unis : variation mensuelle de l'emploi (milliers de personnes)



N° 5 – Difficultés des collectivités locales

Beaucoup d'Etats et de villes ont de graves difficultés financières aux Etats-Unis et ont du réduire leurs dépenses (tableaux 2 a – b), avec la baisse des recettes fiscales due à la moindre activité, à la baisse des prix de l'immobilier.

Tableau 2 a
Total FY2010 Budget Gaps

State	FY2010 Total	Total Gap as Percent of % of FY2010 General Fund	Source of Gap Estimates
California*	45,5	52.8%	Governor's budget, Legislative Analysts Office, Dept of Finance, Controller
New York	21	38.8%	Division of Budget
Illinois	14,3	43.7%	State budget/Voices for Illinois Children analysis
New Jersey	11	40.0%	Governor's office/ FY12 Treasurer
Washington*	6,2	27.9%	Governor's Budget/WA Budget and Policy Center/FY12 OFM Six Year Outlook
Florida	6	28.5%	Revenue Estimating Conference
Pennsylvania	5,9	23.6%	Governor's office/ Budget Director
Massachusetts	5,6	20.4%	FY12 Governor's Budget/ FY11 MA Budget & Policy Center
Arizona	5,1	65.0%	Joint Legislative Budget Committee, Financial Advisory Committee
North Carolina	5	26.2%	North Carolina Fiscal Research Division/ FY12 NC Budget and Tax Center
Connecticut	4,7	27.0%	CT Voices for Children analysis of Office of Fiscal Analysis data/ Comptroller
Georgia	4,5	28.8%	State budget, Georgia State University/ FY11: Georgia Budget and Policy Institute
Oregon*	4,2	32.4%	Jt. Committee on Ways & Means/May Revenue Forecast/ FY12 OR Reset Report
Ohio	3,6	13.9%	Office of Budget and Management/ FY12 Community Solutions

Tableau 2 a *(suite)*
Total FY2010 Budget Gaps

State	FY2010 Total	Total Gap as Percent of % of FY2010 General Fund	Source of Gap Estimates
Virginia	3,6	24.1%	House Appropriations/Governor's office
Texas	3,5	10.7%	Center on Public Policy Priorities analysis of Legislative Budget Board, Comptroller and HHS Commission data.
Minnesota	3,4	22.7%	Management and Budget forecast
Michigan	3,3	15.8%	Consensus Revenue Forecast, Senate Fiscal Agency
Wisconsin	3,2	23.7%	Legislative Fiscal Bureau
Maryland	2,8	20.3%	Department of Legislative Services/ State Board of Rev Estimates
Louisiana	2,5	27.8%	Revenue Estimating Conference/Governor's budget

Notes: * California's mid-year gap is included in the total shown for FY11 in Table 1.
Oregon and Washington have two-year budgets. For Oregon, the size of the combined shortfall before budget adoption for FY10 and FY11 is shown here.

Tableau 2 b
Baisse des dépenses des Etats (par catégorie)

	Santé publique (31)	Personnes âgées et handicapés (29 plus DC)	Education, K-12 (34 plus DC)	Education supérieure (43)	Emploi public des Etats (44 plus DC)
Alabama		X	X	X	X
Alaska					
Arizona	X	X	X	X	X
Arkansas				X	
California	X	X	X	X	X
Colorado	X		X	X	X
Connecticut	X		X	X	X
Delaware			X		X
Florida	X	X	X	X	X
Georgia	X	X	X	X	X
Hawaii			X	X	X
Idaho	X	X	X	X	X
Illinois	X	X	X	X	X
Indiana	X	X	X	X	X
Iowa			X	X	X
Kansas		X	X	X	X
Kentucky			X	X	X
Louisiana	X	X		X	X
Maine	X	X	X	X	X
Maryland	X	X	X	X	X
Massachusetts	X	X	X	X	X
Michigan	X	X	X	X	X
Minnesota	X	X		X	X
Mississippi		X	X	X	X
Missouri	X	X	X	X	X
Montana					
Nebraska			X	X	X
Nevada	X		X	X	X
New Hampshire	X	X			X
New Jersey	X		X	X	X
New Mexico		X		X	X
New York	X		X	X	X
North Carolina	X	X	X	X	X
North Dakota					
Ohio	X	X	X	X	X
Oklahoma	X			X	X
Oregon			X	X	X
Pennsylvania		X	X	X	X
Rhode Island	X	X	X	X	X
South Carolina	X	X	X	X	X
South Dakota				X	X
Tennessee	X	X		X	X
Texas				X	

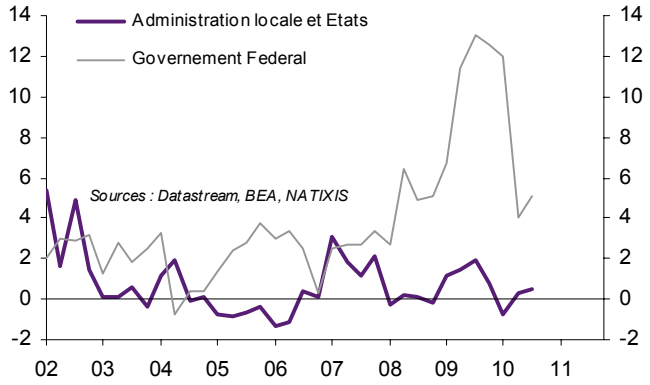
Tableau 2 b *(suite)*
Baisse des dépenses des Etats (par catégorie)

	Santé publique (31)	Personnes âgées et handicapés (29 plus DC)	Education, K-12 (34 plus DC)	Education supérieure (43)	Emploi public des Etats (44 plus DC)
Utah	X	X	X	X	X
Vermont		X		X	X
Virginia	X	X	X	X	X
Washington	X	X	X	X	X
West Virginia					
Wisconsin	X			X	X
Wyoming	X				X
Dist. of Columbia		X	X		X

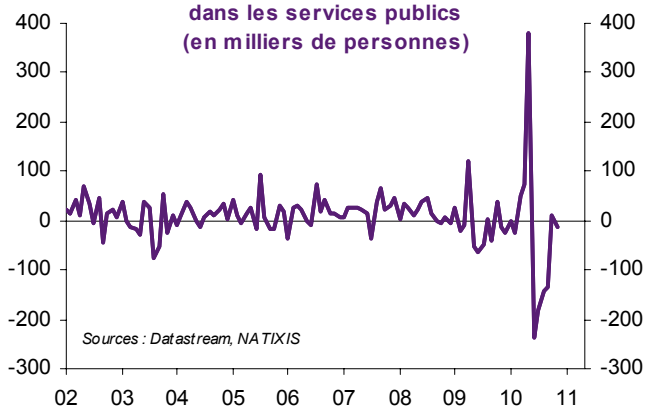
Source : CBPP

Ceci les conduit à réduire leurs dépenses (graphique 10 a) et leurs emplois, d'où, au niveau national, **la réduction de l'emploi dans les services publics (graphique 10 b)** et le freinage des dépenses de l'Etat.

Graphique 10 a
Etats-Unis : dépenses publiques (volume, GA en %)



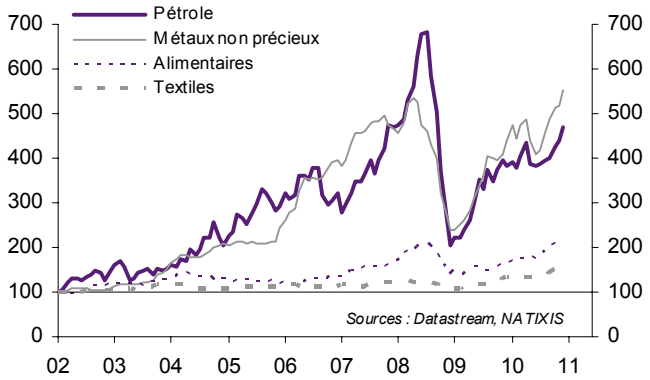
Graphique 10 b
Etats-Unis : variation mensuelle de l'emploi dans les services publics (en milliers de personnes)



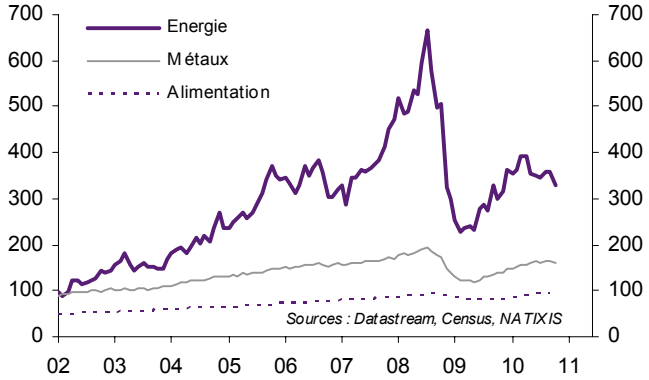
N° 6 – Hausse des prix des matières premières

Comme dans tous les pays, **la hausse des prix des matières premières (graphique 11 a)** implique **un prélèvement sur les revenus (graphique 11 b), qui va réduire la croissance.**

Graphique 11 a
Prix spot des matières premières en dollars (100 en 2002 : 1)



Graphique 11 b
Etats-Unis : importations des matières premières (valeur, en Mds de dollars par an)



Synthèse : après un tel choc, le retour à la normale prend nécessairement du temps

Les Etats-Unis ont subi en 2008 – 2009 **un quadruple choc :**

- **crise d'excès d'endettement du secteur privé (graphique 12) ;**
- **crise bancaire (tableau 3) ;**
- **crise boursière (graphiques 13 a –b) ;**
- **crise immobilière (graphiques 14 a – b).**

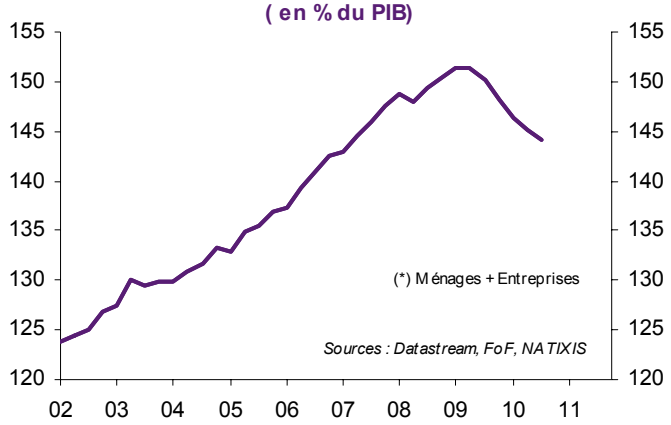
Tableau 3
Dépréciations d'actifs des banques (en Mds de dollars)

Mds de dollars	Total	4Q-10	3Q-10	2Q-10	1Q-10	4Q-09	3Q-09	2Q-09
	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation	Dépréciation
Etats-Unis	621,4	0	0	0	25,1	26,7	29,5	37,7

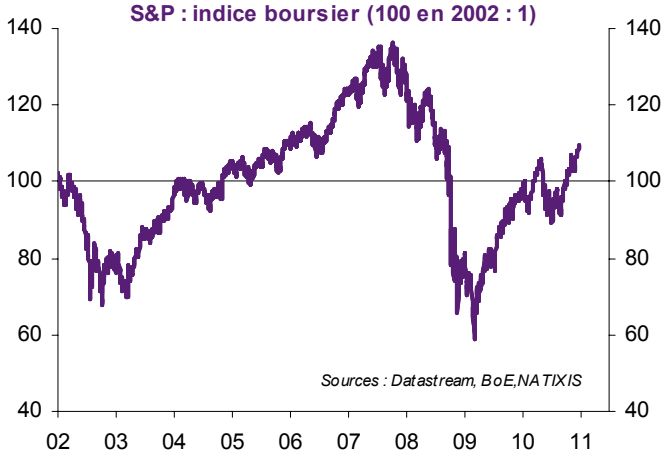
Mds de dollars	1Q-09	4Q-08	**3Q-08**	**2Q-08**	**1Q-08**	**4Q-07**
	Dépréciation	Dépréciation	**Dépréciation**	**Dépréciation**	**Dépréciation**	**Dépréciation**
Etats-Unis	41,6	130,4	115,7	64	57,8	67

Sources : Datastream, Bloomberg, NATIXIS

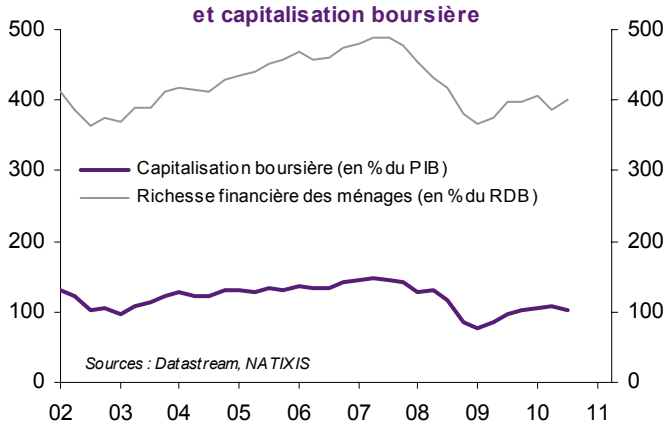
Graphique 12
Etats-Unis : dette du secteur privé*
(en % du PIB)



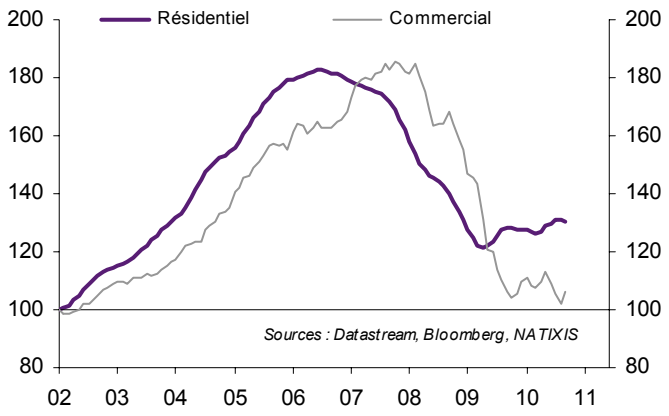
Graphique 13 a
S&P : indice boursier (100 en 2002 : 1)



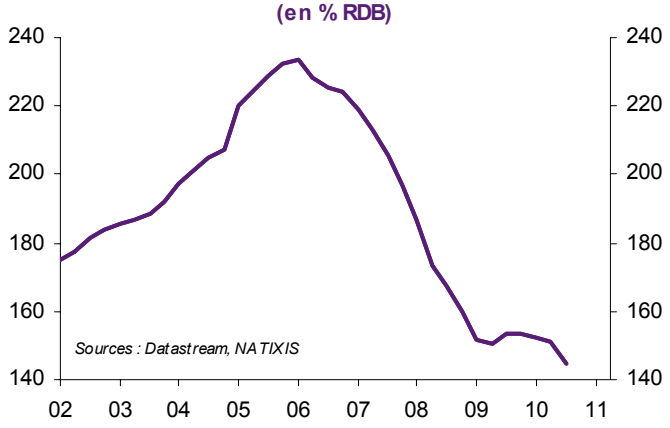
Graphique 13 b
Etats-Unis : richesse financière des ménages et capitalisation boursière



Graphique 14 a
Etats-Unis : prix de l'immobilier (100 en 2002)



Graphique 14 b
Etats-Unis : richesse immobilière des ménages (en % RDB)



On ne peut pas imaginer que, dès 2011, il ne reste aucune trace de ce quadruple choc, alors que :

- le désendettement continu ;
- les pertes de richesse sont toujours présentes ;
- le chômage structurel est élevé.

C'est pour cela que nous pensons que, même avec le stimulus budgétaire, la croissance sera plutôt de l'ordre de 2,5 % aux Etats-Unis en 2011 – 2012.

Il s'agit donc **d'une croissance proche de la croissance potentielle** impliquant donc **le maintien d'un taux de chômage élevé,** perspective inacceptable pour l'administration et le Congrès, d'où les plans de relance, le Quantitative Easing….