NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

13 mai 2011 – N°. 358

Quelle serait la croissance aux Etats-Unis si la politique budgétaire y était la même que dans la zone euro ?

On prend en général pour acquis que la croissance aux Etats-Unis va être plus forte que la croissance de la zone euro, comme cela a été le cas dans le passé. Mais est-on vraiment sûrs de cela, même si les gains de productivité sont en moyenne plus élevés aux Etats-Unis que dans la zone euro ?

Si, en 2011, les Etats-Unis avaient mené la même politique budgétaire que la zone euro, la croissance n'aurait été que de 0,8% aux Etats-Unis, moins que dans la zone euro (1,5% prévu).

Cette faiblesse de la croissance américaine, hors effet des déficits publics, se comprend avec la faiblesse de l'investissement résidentiel, le désendettement du secteur privé, la faible taille des exportations vers les régions en croissance rapide. Elle peut se transmettre à la croissance potentielle si elle implique une réduction durable du taux d'investissement des entreprises.

Il faut donc être très prudent sur les perspectives de croissance aux Etats-Unis à partir du moment où il y aura réduction des déficits publics.

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Croissance américaine plus forte que la croissance de la zone euro

La croissance des Etats-Unis est plus forte que celle de la zone euro **dans le passé (graphique 1, tableau 1) et dans les prévisions (tableau 1).**

Graphique 1
Croissance du PIB (volume, GA en %)

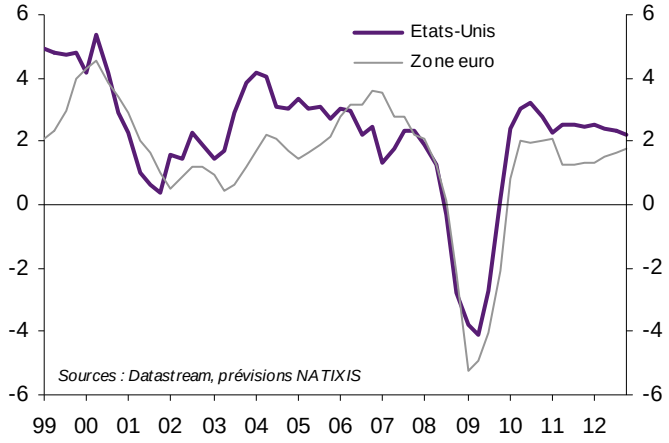


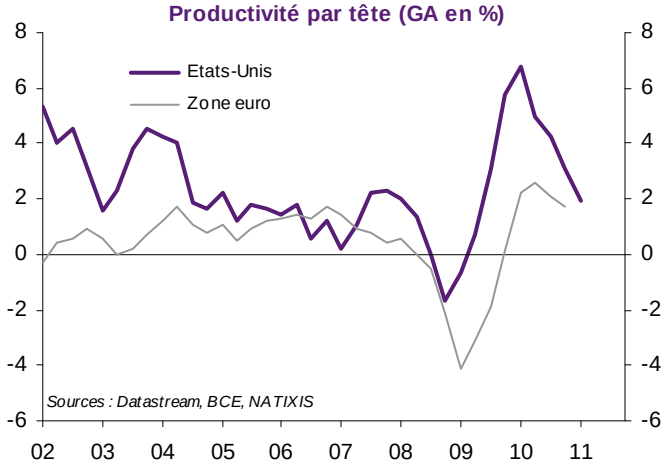
Tableau 1
Prévisions de croissance du PIB (volume, en %)

Prévisions*	Etats-Unis	Zone euro
1999	4,83	2,85
2000	4,14	4,03
2001	1,08	1,90
2002	1,81	0,95
2003	2,49	0,81
2004	3,57	1,94
2005	3,05	1,78
2006	2,67	3,17
2007	1,95	2,84
2008	0,00	0,33
2009	-2,63	-4,06
2010	2,85	1,71
2011	2,46	1,49
2012	2,37	1,58
Moyenne (1999 - 2010)	2,15	1,52

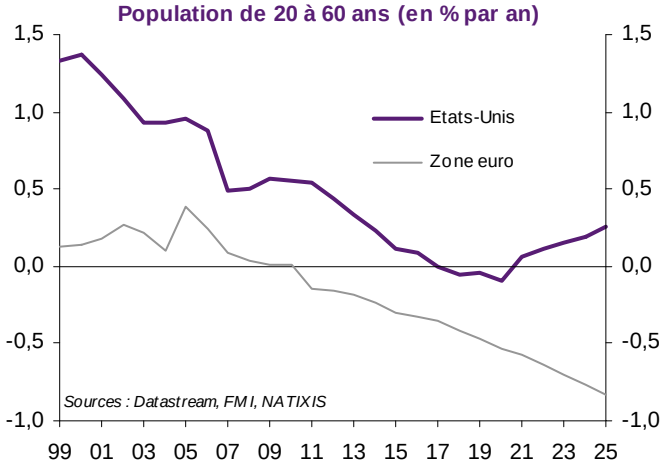
* De 1999 à 2010, ce sont des données observées
Sources : Datastream, prévisions Natixis

On sait aussi que, **calculée de la manière habituelle** (somme des gains tendanciels de productivité, **graphique 2**, et de la croissance de la population en âge de travailler, **graphique 3**) **la croissance potentielle est plus forte aux Etats-Unis que dans la zone euro.**

Graphique 2
Productivité par tête (GA en %)



Graphique 3
Population de 20 à 60 ans (en % par an)

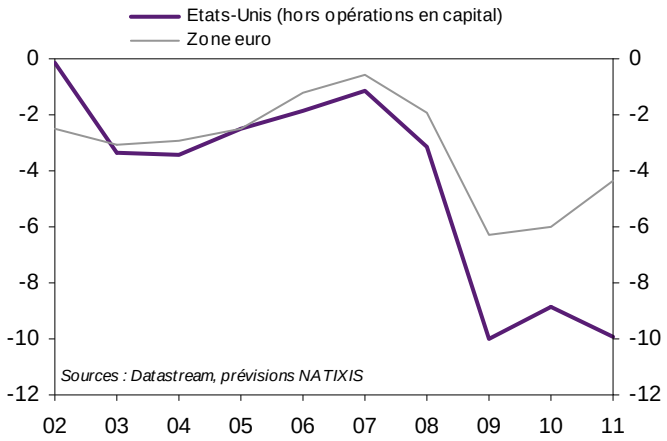


Mais est-on tout à fait sûrs que la croissance va être plus forte dans le futur aux Etats-Unis que dans la zone euro ?

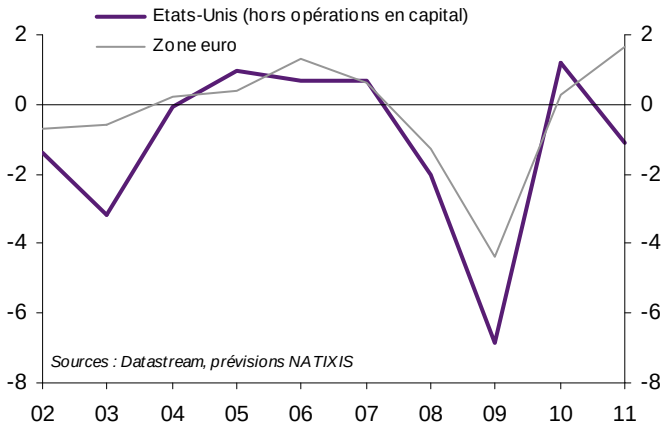
Qu'aurait-été en 2010 et en 2011, la croissance des Etats-Unis s'ils avaient mené la même politique budgétaire que la zone euro ?

La politique budgétaire des Etats-Unis est devenue encore plus expansionniste en 2011, alors que celle de la zone euro devenait plus restrictive (graphiques 4a-4b).

Graphique 4a
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 4b
Variation sur 1 an du déficit public (en % du PIB)



La première question que nous nous posons est celle de ce qu'aurait été **la croissance aux Etats-Unis en 2011 si les Etats-Unis** avaient mené la même politique budgétaire que la zone euro. Nous utilisons pour faire ce calcul **une estimation assez consensuelle du multiplicateur budgétaire, de 0,6, et nous supposons que la variation du déficit public est la même aux Etats-Unis que dans la zone euro.** Le **tableau 2** montre le résultat obtenu.

Tableau 2
Croissance prévue (2011)

	Etats-Unis	Zone euro	Ecart d'évolution du déficit public Etats-Unis – zone euro (points de PIB)	Croissance aux Etats-Unis avec la même politique budgétaire que dans la zone euro
2011	2,5	1,5	2,9	0,8

Avec la même réduction du déficit public que dans la zone euro, la croissance ne serait que de 0,8% aux Etats-Unis, contre 1,5% dans la zone euro.

Il n'est pas étonnant que, sans le maintien d'une expansion budgétaire forte, la croissance aurait été plus faible aux Etats-Unis que dans la zone euro

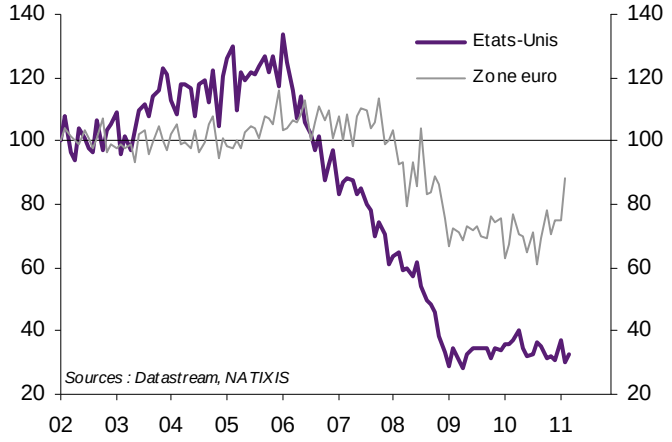
Avec la même politique budgétaire (en termes de variations du déficit public) que dans la zone euro, **la croissance aux Etats-Unis aurait donc été plus faible que dans la zone euro, ce qui ne doit pas étonner avec :**

- **la faiblesse de l'investissement résidentiel (graphique 5a),** due à la poursuite du désendettement des ménages (voir plus loin), à la crise de solvabilité des ménages **(graphique 5b)**, à la poursuite de la baisse des prix de l'immobilier **(graphique 5c)** qui dégrade encore la solvabilité des ménages ;

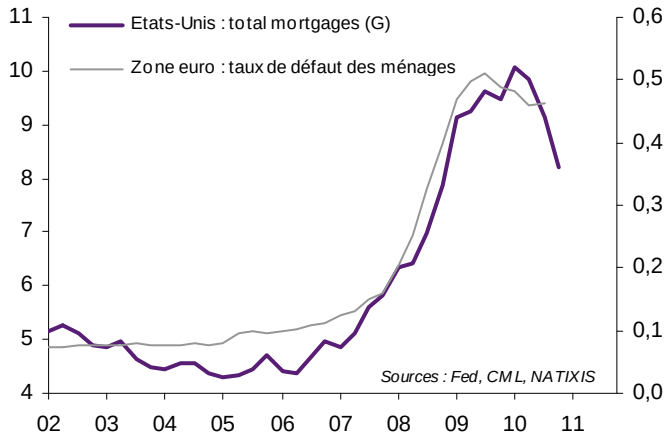
- **la poursuite du désendettement du secteur privé, en particulier des ménages, aux Etats-Unis (graphique 6a) ;** on peut l'attribuer aux problèmes de solvabilité vus plus haut, au **niveau qui reste très élevé du ratio dette/richesse pour les ménages américains** avec le recul des prix de l'immobilier **(graphique 6b).** On a observé au contraire dans la zone euro une petite reprise des crédits immobiliers, due à la France et à l'Italie **(graphique 7) ;**

- **la faible taille des exportations des Etats-Unis vers les régions en croissance forte** (émergents, exportateurs de matières premières, **graphique 8**).

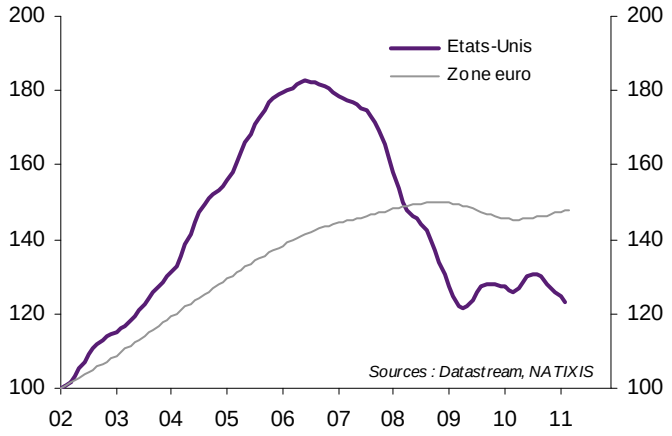
Graphique 5a
Mises en chantier (100 en 2002:1)



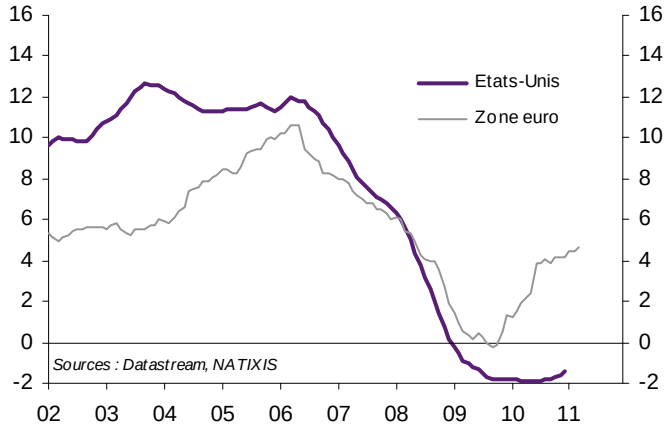
Graphique 5b
Taux de défaut



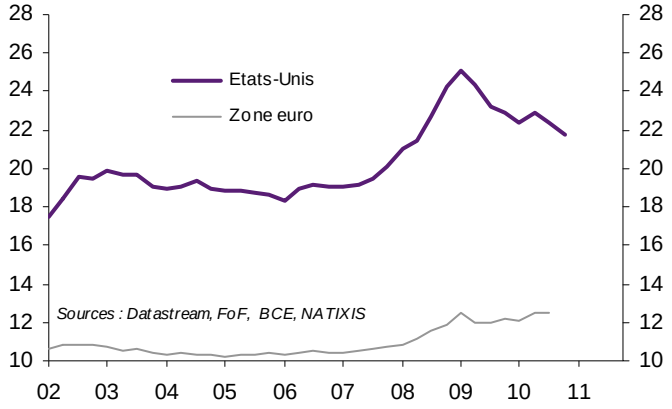
Graphique 5c
Prix de l'immobilier (100 en 2002:1)



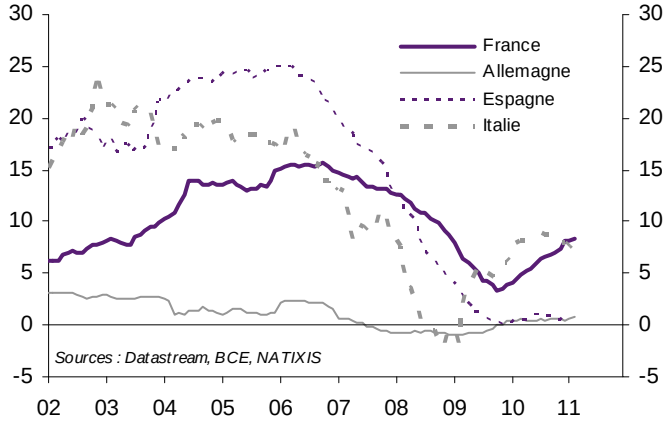
Graphique 6a
Crédits bancaires aux ménages (GA en %)



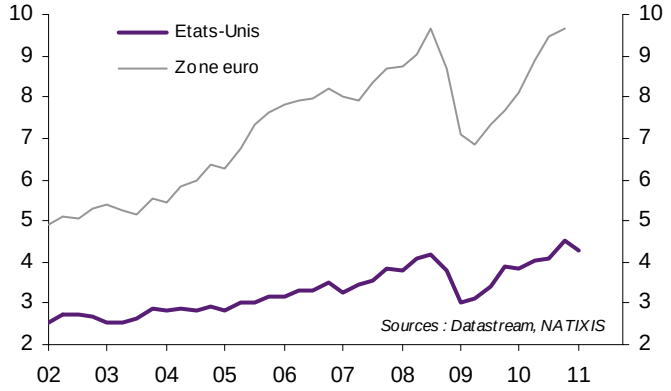
Graphique 6b
Ratio : dette des ménages / (richesse financière + immobilière) (en %)



Graphique 7
Crédits hypothécaires aux ménages (GA en %)



Graphique 8
Exportations vers l'ensemble des émergents yc Russie et OPEP (valeur, en % PIB)



On comprend donc bien que la croissance des Etats-Unis ne soit soutenue que par la hausse des déficits publics. Mais qu'en est-il de la croissance potentielle ?

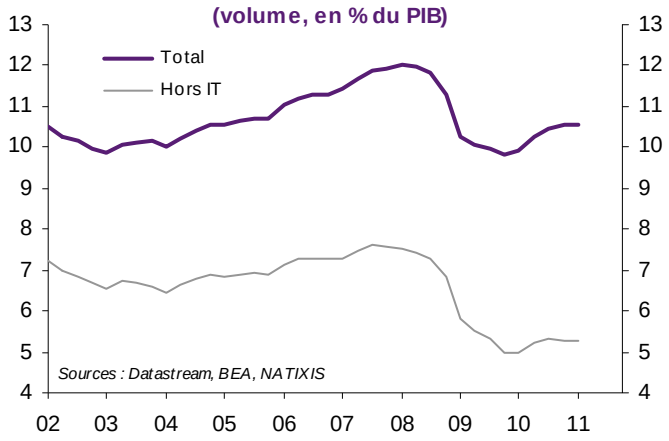
Le freinage de la croissance peut entraîner celui de la croissance potentielle

On a vu plus haut que la croissance potentielle, calculée de la manière habituelle, était plus forte aux Etats-Unis que dans la zone euro. Ceci implique normalement que, au moins à long terme, la croissance américaine deviendra supérieure à la croissance européenne.

Mais attention : si la faible croissance, une fois enlevé le stimulus budgétaire, conduit à un recul du taux d'investissement aux Etats-Unis, elle peut entraîner un affaiblissement des gains de productivité donc de la croissance potentielle.

On observe bien aux Etats-Unis un recul du taux d'investissement (graphique 9), surtout si on prend en compte le fait que l'investissement en IT consiste largement en remplacement de logiciels…, ce qui n'accroît pas la capacité de production.

Graphique 9
Etats-Unis : investissement des entreprises (volume, en % du PIB)



Synthèse : prudence quant aux perspectives de croissance aux Etats-Unis

Nous avons montré que la croissance des Etats-Unis serait très faible sans le stimulus budgétaire, avec la faiblesse de l'investissement logements, le désendettement des ménages, la faible taille des exportations vers les pays émergents.

Lorsque les Etats-Unis commenceront à réduire leur déficit, il est donc très probable que la croissance y deviendra très faible, plus que dans la zone euro.