NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

15 juin 2011 – N°. 446

Etats-Unis : l'absence de moteur de croissance ?

L'économie américaine montre des signes inquiétants d'affaiblissement depuis le début de 2011. Ceci pose une question sérieuse : les Etats-Unis auraient-ils perdu tout moteur de croissance ? Depuis que le partage des revenus se déforme au détriment des salariés (depuis 2001), la croissance américaine est liée à la hausse de l'endettement et aux effets de richesse, très peu aux nouvelles technologies. Aujourd'hui, il y a toujours déformation du partage des revenus, et il y a désendettement.

La poussée de croissance de 2010 aux Etats-Unis n'est sans doute attribuable qu'à des facteurs transitoires (déficits publics, restockage) qui ne sont pas extrapolables. Le consensus n'a pas encore intégré cette perspective de croissance durablement faible aux Etats-Unis, qui, si elle se confirme, va déprimer les marchés financiers.

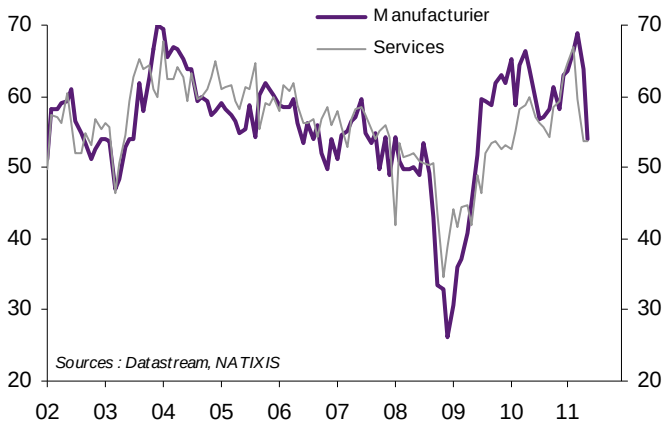
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Des signes inquiétants d'affaiblissement de la croissance des Etats-Unis deuis le début de 2011

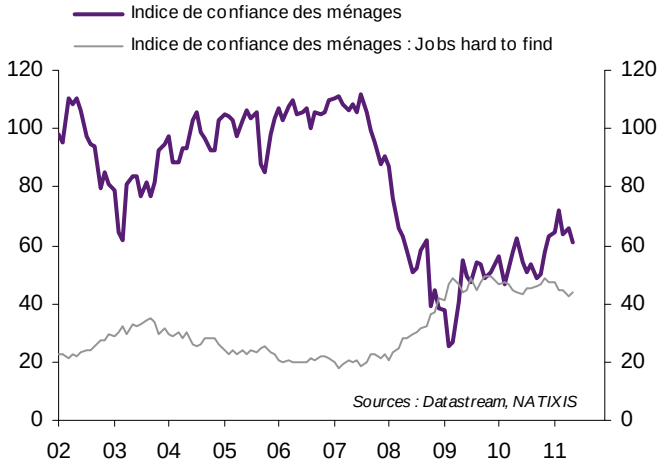
On a vu depuis le début de 2011 aux Etats-Unis :

- un recul des perspectives de croissance **(graphique 1 a) ;**
- une anticipation à nouveau de dégradation du marché du travail **(graphique 1 b)** ;
- un nouveau déclin de l'immobilier résidentiel **(graphique 1 c) ;**
- un freinage de la production industrielle **(graphique 1 d)** et un retournement fort à la baisse des commandes de biens durables **(graphique 1 e)** ;
- le début d'un freinage de la consommation **(graphique 1 f).**

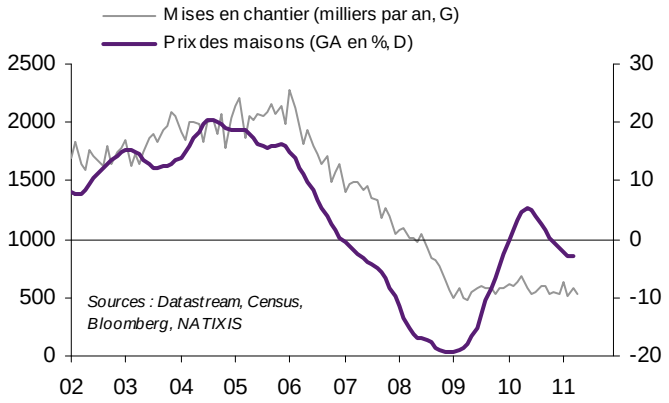
Graphique 1 a
Etats-Unis : ISM manufacturier et services



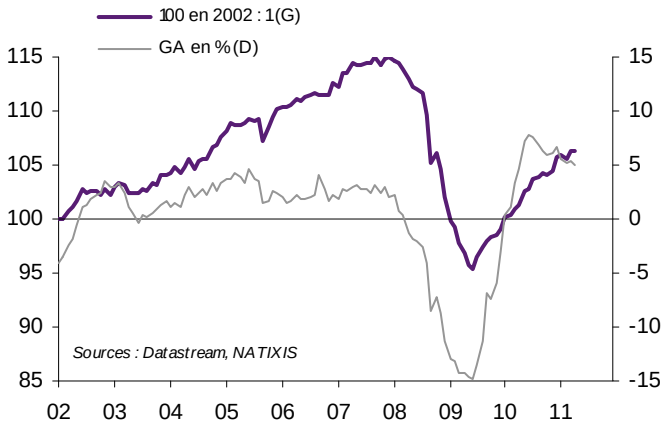
Graphique 1 b
Etats-Unis : confiance des ménages



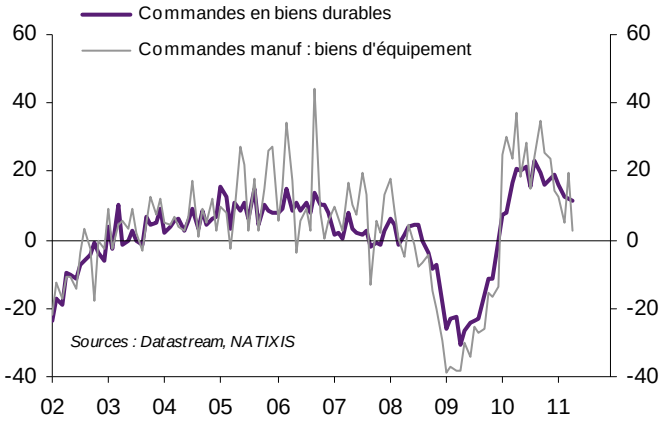
Graphique 1 c
Etats-Unis : mises en chantier et prix des maisons



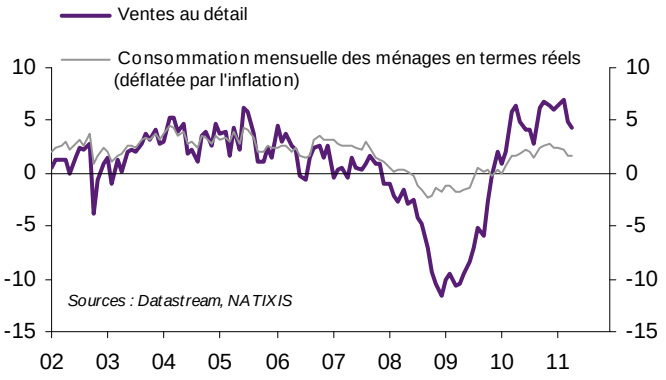
Graphique 1 d
Etats-Unis : production manufacturière



Graphique 1 e
Commandes de biens durables (GA en %)

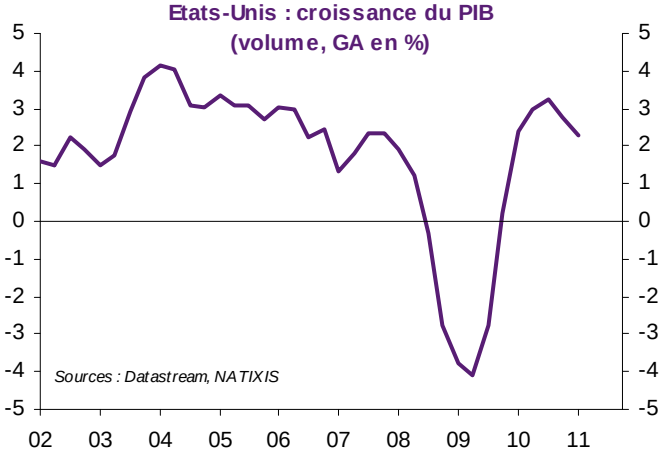


Graphique 1 f
Etats-Unis : ventes au détail et consommation mensuelle des ménages en termes réels (en volume, GA en %)

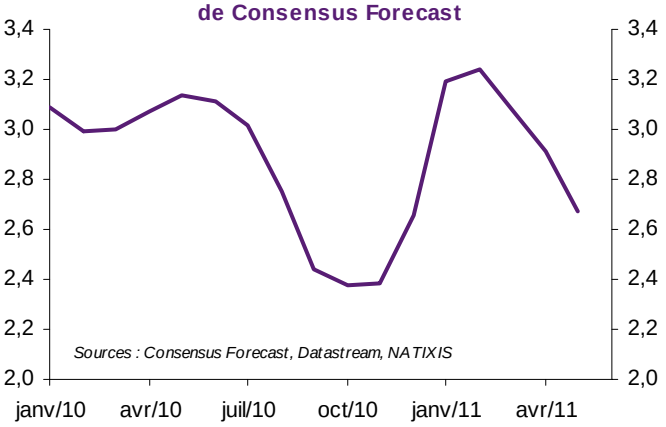


Au total, il semble que la croissance des Etats-Unis s'affaiblisse (graphique 2 a), et les anticipations de croissance sont révisées à la baisse pour 2011, mais pas encore beaucoup pour 2012 **(graphiques 2 b – c).**

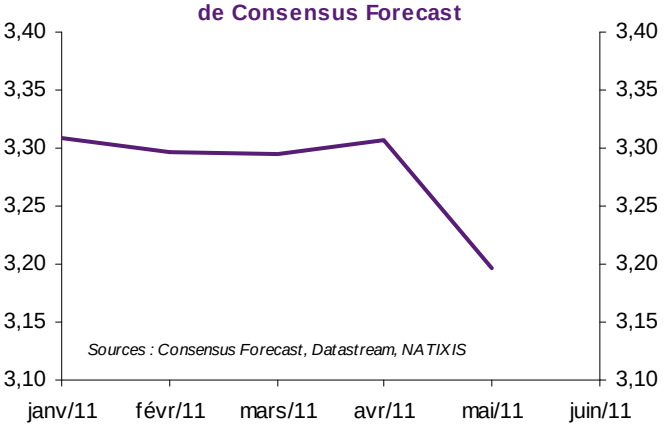
Graphique 2 a
Etats-Unis : croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 2 b
Etats-Unis : prévisions de croissance pour 2011 de Consensus Forecast



Graphique 2 c
Etats-Unis : prévisions de croissance pour 2012 de Consensus Forecast



Nous allons défendre une thèse plus radicale : peut être va – t-il y avoir croissance durablement faible aux Etats-Unis avec la disparition des moteurs de la croissance.

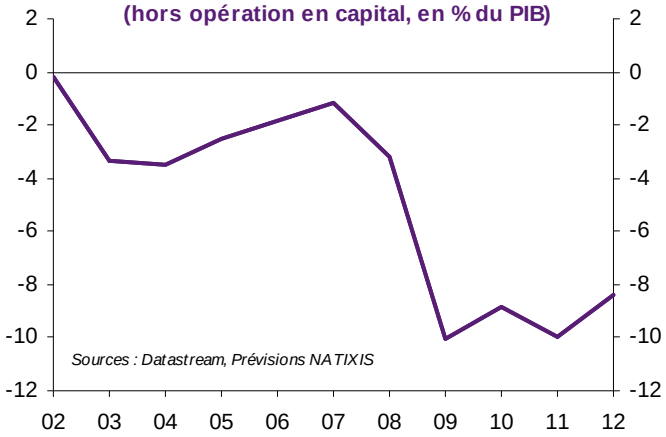
La forte croissance de 2010 aux Etats-Unis due à des facteurs transitoires

Il faut dans la forte reprise de 2010 aux Etats-Unis, comprendre le rôle joué par :

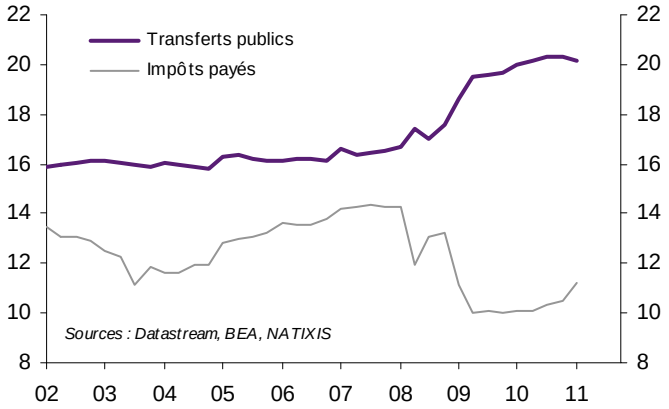
- **l'ouverture des déficits publics (graphique 3 a**) et le soutien du revenu des ménages par la politique budgétaire **(graphique 3 b)** ;

- **le restockage (graphique 4),** dont les effets positifs sur la croissance, très forts en 2010, disparaissent au début de 2011.

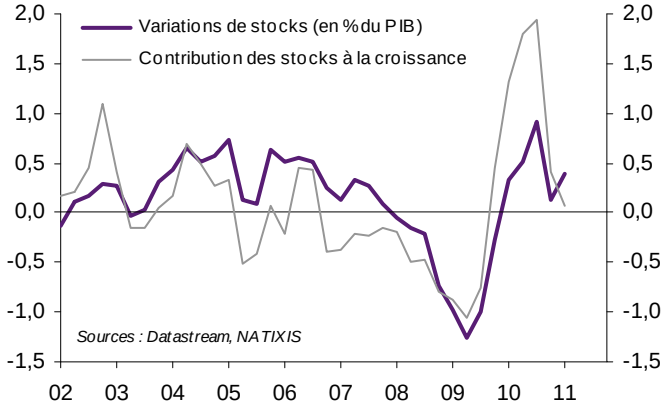
Graphique 3 a
Etats-Unis : déficit public (hors opération en capital, en % du PIB)



Graphique 3 b
Etats-Unis : transferts publics et impôts payés par les ménages (en % du RDB)



Graphique 4
Etats-Unis : variations de stocks et contribution des stocks à la croissance (volume)



L'absence durable de moteur de la croissance avec la fin de la hausse de l'endettement

Regardons les causes de la croissance américaine depuis le milieu des années 1990.

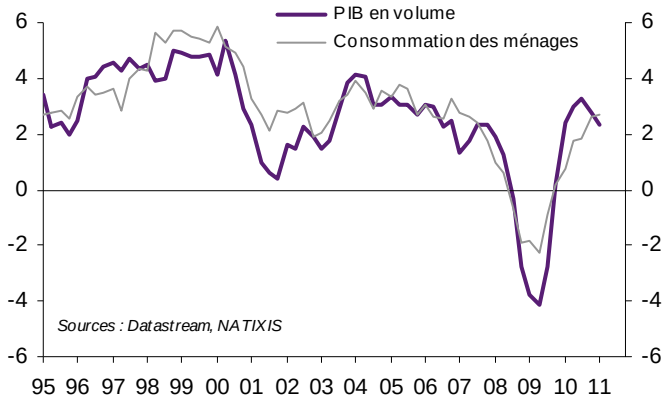
La croissance des Etats-Unis a été tirée jusqu'en 2006 – 2007 (graphiques 5 a – b – c) :

- par la consommation ;

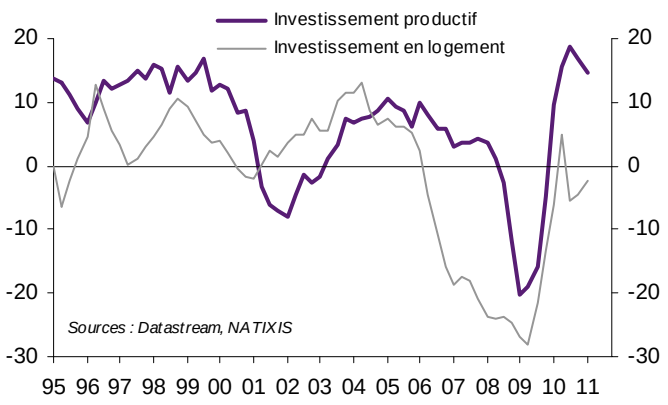
- par l'investissement productif dans les années 1990, puis par l'investissement en logements ;

- pas par le commerce extérieur.

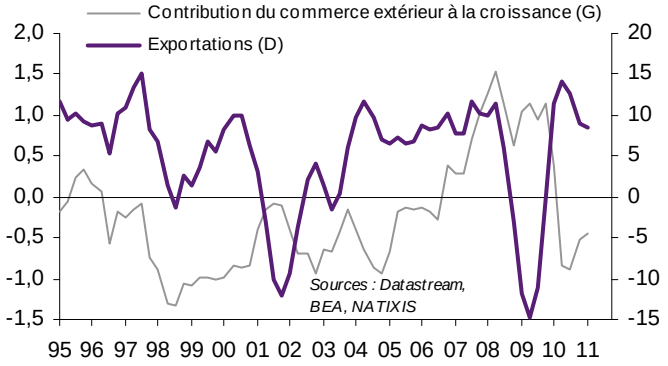
Graphique 5 a
Etats-Unis : croissance du PIB et consommation des ménages (volume, GA en %)



Graphique 5 b
Etats-Unis : Investissement productif et logement (volume, GA en %)



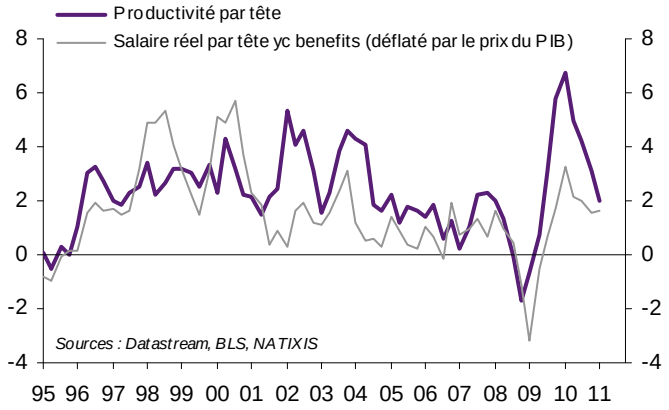
Graphique 5 c
Etats-Unis : exportations, contribution du commerce extérieur à la croissance (volume, GA en %)



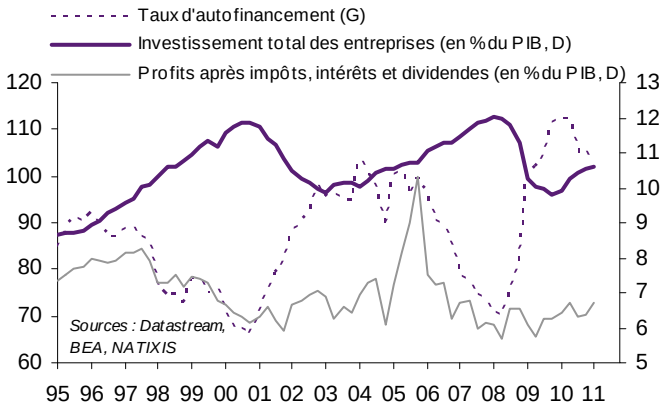
Le partage des revenus se déforme au détriment des salariés depuis 2001 (graphique 6).

Mais l'investissement des entreprises ne suit pas la hausse des profits, le taux d'autofinancement passe au-dessus de 100 % de 2003 à 2006 et à nouveau à la fin de 2008 (graphique 7), et la faiblesse des hausses de salaire réel pénalise la demande des ménages.

Graphique 6
Etats-Unis : productivité et salaire réel par tête (GA en %)

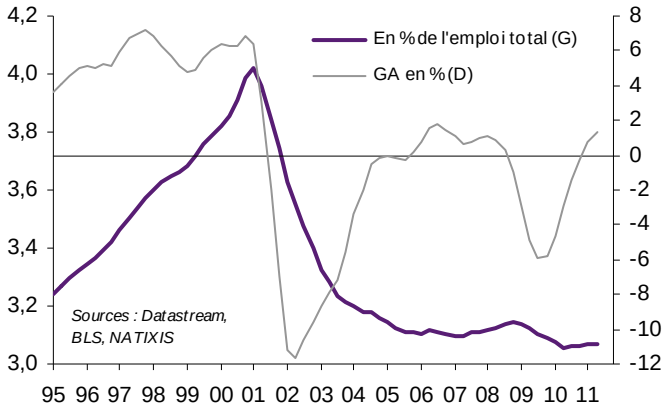


Graphique 7
Etats-Unis : investissement, profits et taux d'autofinancement

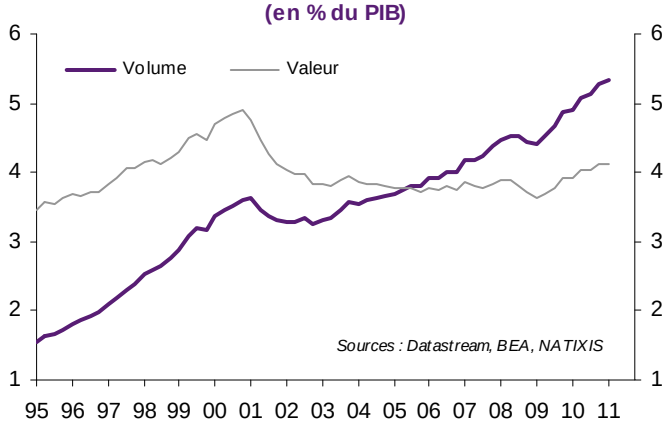


Le secteur des nouvelles technologies est souvent présenté comme un moteur de la croissance des Etats-Unis. Mais l'emploi dans le secteur IT recule depuis 2001 **(graphique 8 a)** et l'investissement IT stagne en valeur, n'augmente en volume qu'avec la forte baisse imputée des prix de la IT **(graphique 8 b).**

Graphique 8 a
Etats-Unis : emploi dans le secteur technologique

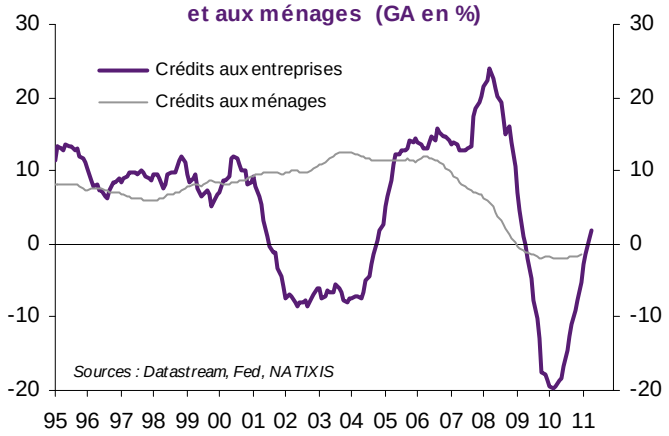


Graphique 8 b
Etats-Unis : investissement IT des entreprises (en % du PIB)

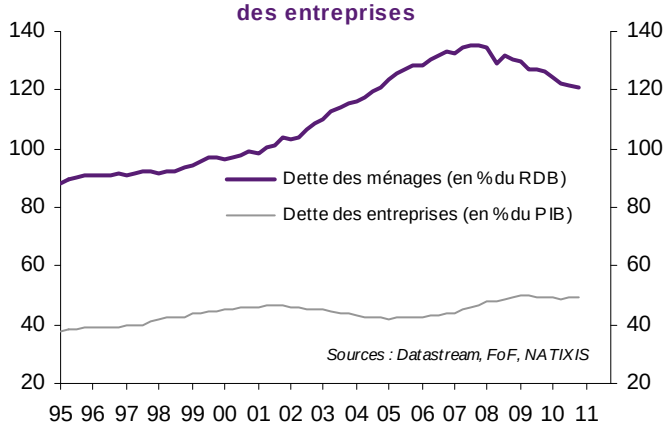


On voit en réalité **que le moteur essentiel de la croissance aux Etats-Unis a été l'endettement, surtout des ménages (graphiques 9 a – b) et en conséquence les hausses des prix des actifs surtout des prix de l'immobilier jusqu'en 2006 (graphiques 9 c – d).**

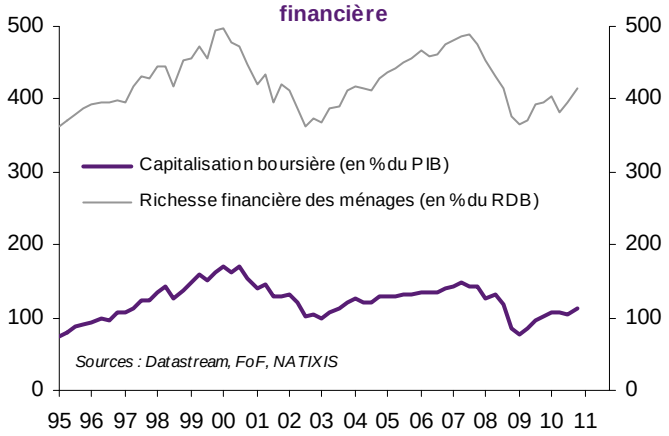
Graphique 9 a
Etats- Unis : crédits bancaires aux entreprises et aux ménages (GA en %)



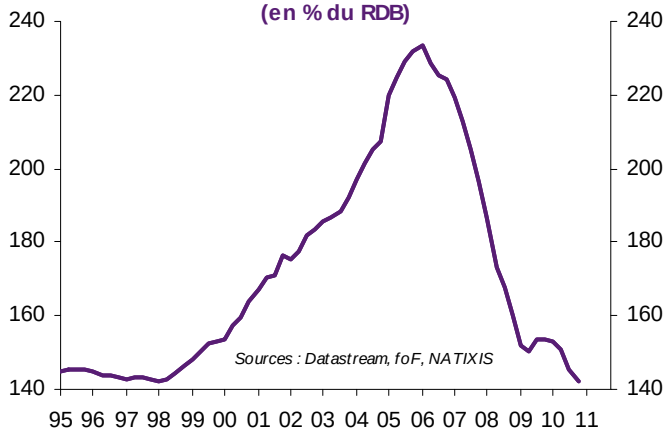
Graphique 9 b
Etats-Unis : dette des ménages et des entreprises



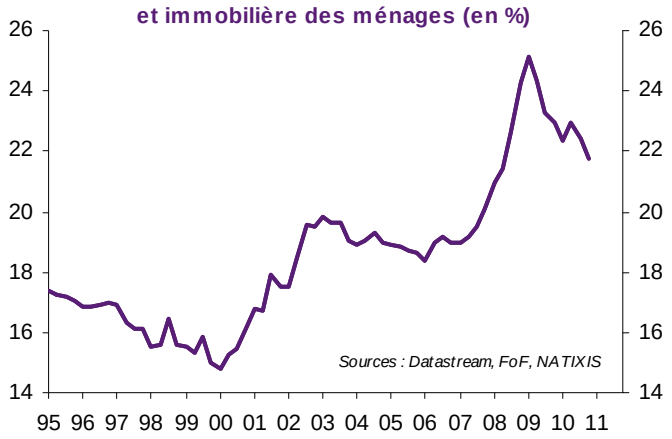
Graphique 9 c
Etats-Unis : capitalisation boursière et richesse financière



Graphique 9 d
Etats-Unis : richesse immobilière des ménages (en % du RDB)



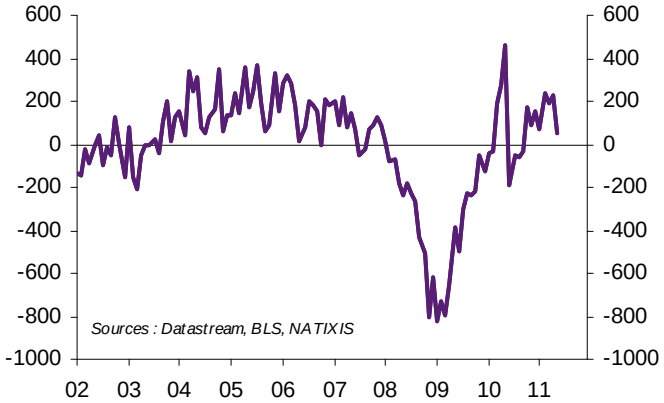
Graphique 9 e
Etats-Unis : ratio dette sur richesse financière et immobilière des ménages (en %)



Aujourd'hui, **le retournement à la baisse de la richesse des ménages les contraint au désendettement** (graphiques 9 a – e), avec un ratio dette / richesse des ménages toujours plus élevé qu'en 2007.

Synthèse : les Etats-Unis durablement sans moteur de croissance ?

Les signes de faiblesse que donne l'économie américaine au début de 2011 peuvent pour nous aussi avoir une cause profonde : la disparition durable de tous les moteurs de la croissance aux Etats-Unis :

- **le partage des revenus continue à se déformer au détriment des salariés** (graphique 6) ;
- **mais cette déformation n'est plus corrigée par l'endettement (**graphique 9 a), et les profits sont à nouveau supérieur au besoin d'investissement des entreprises (graphique 7) ;
- la politique budgétaire ne peut plus soutenir la croissance (graphique 3 a), et l'arrêt du QE 2 va provoquer une remontée des taux d'intérêt à long terme qui va encore déprimer davantage l'immobilier ;
- les premiers signes de cette évolution sur le marché du travail apparaissent **(graphique 10).**

Graphique 10
Etats-Unis : variations mensuelles de l'emploi (hors agriculture, en milliers de personnes)