NATIXIS

FLASH ÉCONOMIE
RECHERCHE ÉCONOMIQUE

29 août 2011 – N°629

Les Etats-Unis, indubitablement sur la voie du Japon, et même bien pire

Les Etats-Unis présentent aujourd'hui (depuis 2007) les mêmes caractéristiques que le Japon dans les années 1990 (surtout depuis 1997), et qui ont provoqué au Japon 15 ans de croissance faible et d'équilibre déflationniste : nécessité pour le secteur privé de se désendetter, et difficulté de ce désendettement avec la croissance faible et la baisse des prix des actifs ; politique monétaire inefficace malgré les taux d'intérêt nuls.

La situation des Etats-Unis est même bien pire que celle du Japon :

- ***l'insuffisance de l'épargne domestique interdit aux Etats-Unis de maintenir un déficit public très élevé, ce qu'a pu faire le Japon ;***

- ***la désindustrialisation des Etats-Unis et leurs pertes de parts de marché à l'exportation empêchent que le commerce extérieur soutienne l'économie, ce qui a été le cas au Japon, alors que les deux pays sont confrontés à la déformation du partage des revenus au détriment des salariés.***

Il nous semble donc qu'il faut être très pessimiste sur les perspectives économiques des Etats-Unis, peut-être pires que celles du Japon il y a 15 ans.

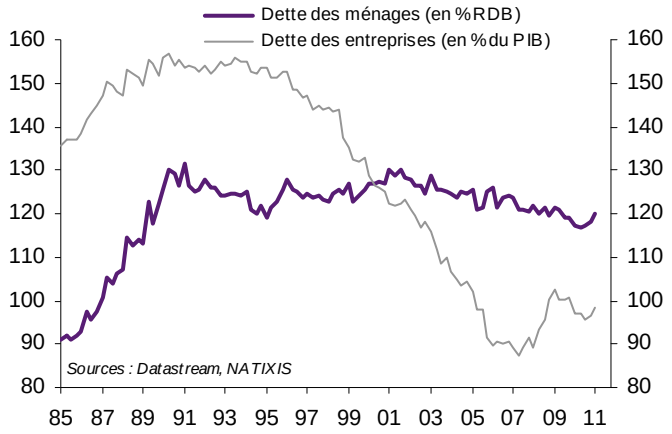
RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

La similitude entre la situation des Etats-Unis aujourd'hui et celle du Japon dans les années 1990

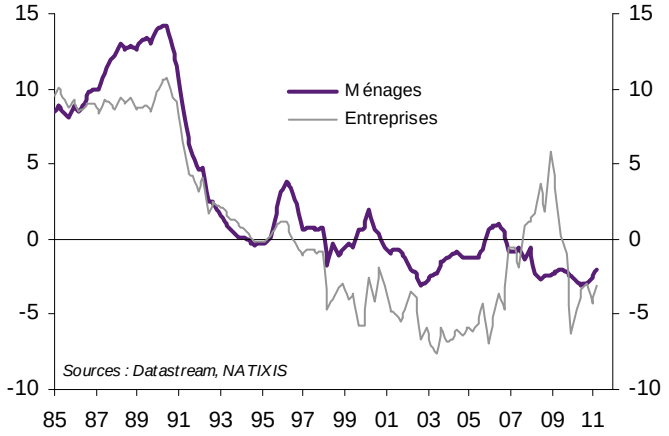
La similitude entre la situation des Etats-Unis aujourd'hui et celle du Japon dans les années 1990 vient :

- **de la nécessité pour le secteur privé de se désendetter après plusieurs années de hausse très forte des taux d'endettement** ayant conduit à une forte hausse des défauts (en 1990-1991 au Japon, en 2008-2009 aux Etats-Unis, **graphiques 1a-1b-1c et tableau 1** pour le Japon, **graphiques 2a-2b-2c** pour les Etats-Unis) ;

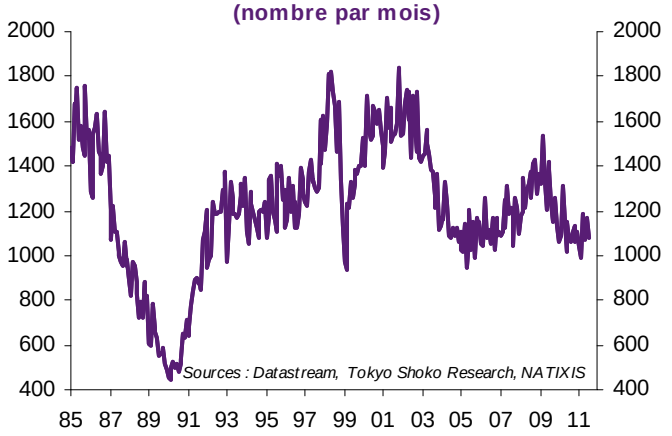
Graphique 1a
Japon : dette des ménages et des entreprises



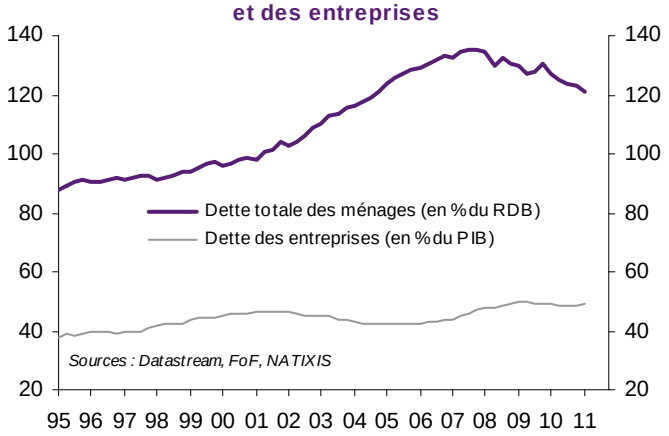
Graphique 1b
Japon : crédits (GA en %)



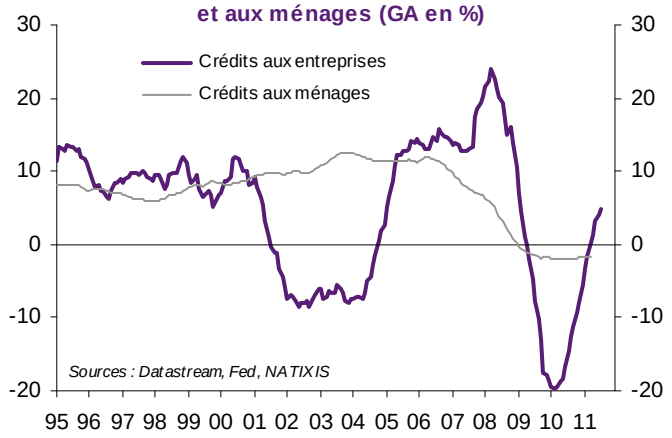
Graphique 1c
Japon : faillites d'entreprises (nombre par mois)



Graphique 2a
Etats-Unis : dettes des ménages et des entreprises



Graphique 2b
Etats-Unis : crédits bancaires aux entreprises et aux ménages (GA en %)



Graphique 2c
Etats-Unis : taux de défaut

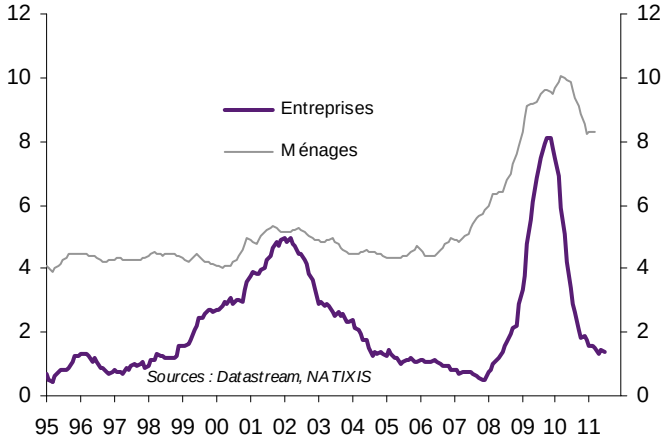


Tableau 1
Japon : Non-performing Loans

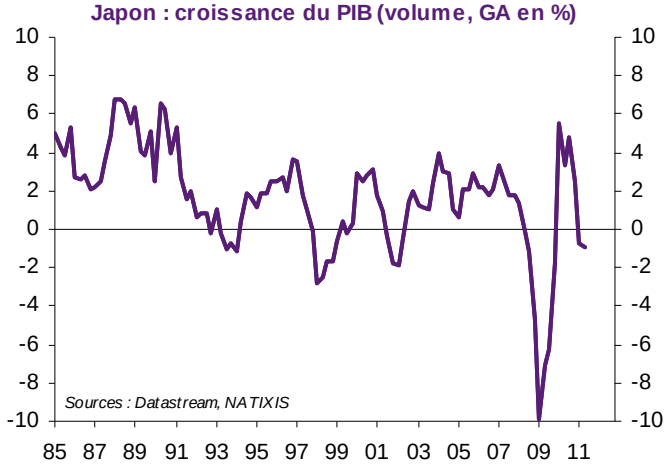
En % du PIB	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Banques régionales & II	-	-	-	-	-	-	0,99	2,41	2,27	2,68
Total (toutes les banques)	2,61	2,80	2,60	5,70	4,23	3,86	5,01	6,81	6,31	6,63

En % du PIB	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Regional Banks I & II	3,01	3,02	2,53	2,06	1,72	1,51	1,57	1,48	1,37
Total (toutes les banques)	8,78	7,27	5,33	3,60	2,65	2,32	2,46	2,60	2,41

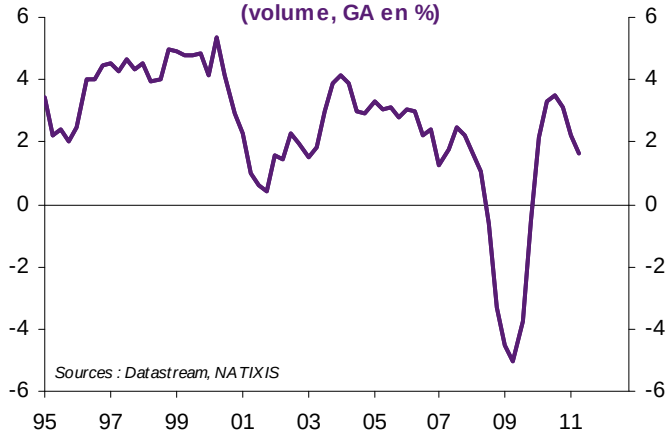
Sources : FSA, Datrastream, Natixis

- **de la difficulté du désendettement,** puisqu'il entraîne une **croissance faible (graphiques 3a-3b),** depuis 1990 au Japon, depuis 2007 aux Etats-Unis et **la baisse des prix des actifs** donc de la richesse **(graphiques 4a-4b),** le tout rendant très compliquée la réduction des taux d'endettement. Dans les deux pays, en effet, la solvabilité des ménages (et au Japon des entreprises) dépend beaucoup de leur richesse ;

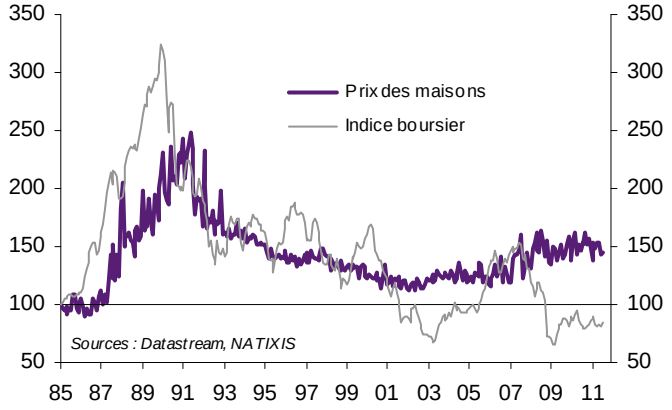
Graphique 3a
Japon : croissance du PIB (volume, GA en %)



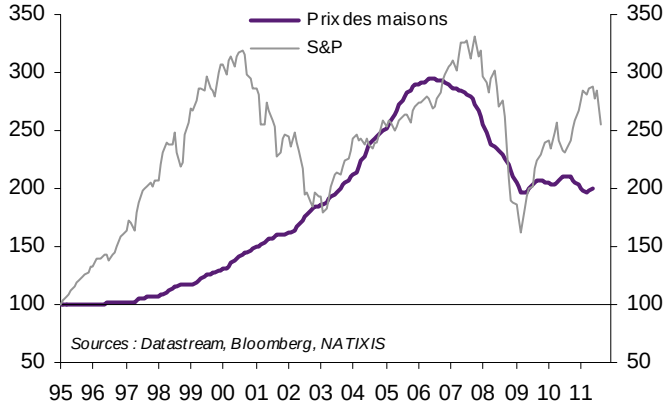
Graphique 3b
Etats-Unis : croissance du PIB (volume, GA en %)



Graphique 4a
Japon : prix des maisons et indice boursier (100 en 1985:1)

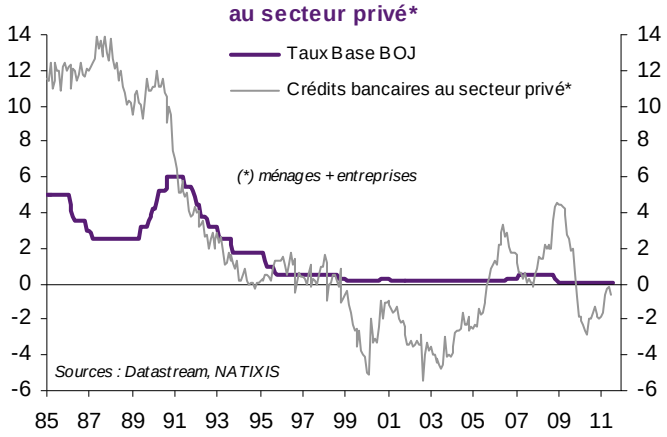


Graphique 4b
Etats-Unis : prix des maisons et indice boursier (100 en 1995:1)

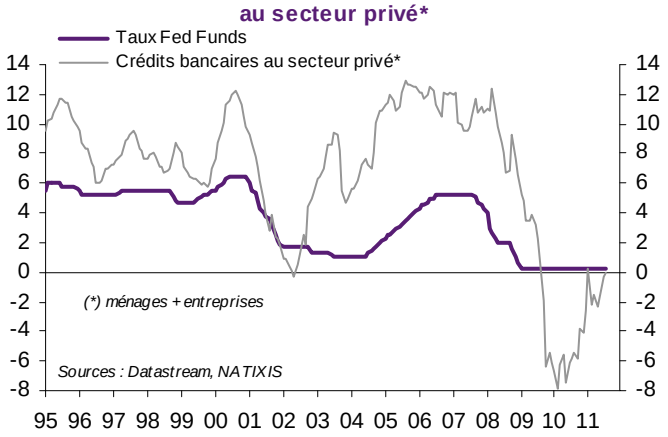


- **l'inefficacité de la politique monétaire,** le secteur privé devant se désendetter, même les taux d'intérêt nuls n'arrivent pas à faire redémarrer le crédit **(graphiques 5a-5b),** depuis 1997 au Japon, depuis 2007-2008 aux Etats-Unis.

Graphique 5a
Japon : taux directeur et crédits bancaires au secteur privé*

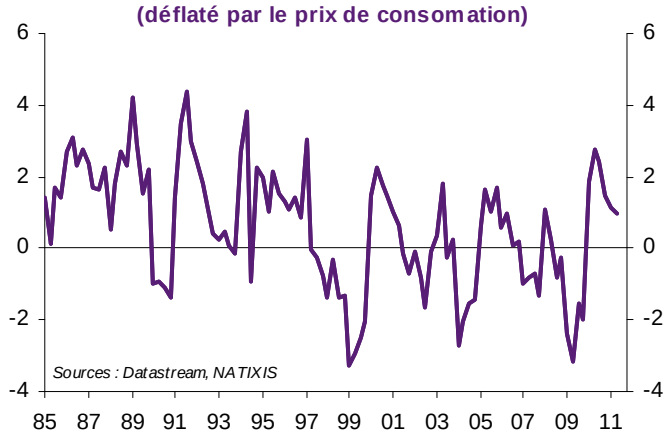


Graphique 5b
Etats-Unis : taux directeur et crédits bancaires au secteur privé*

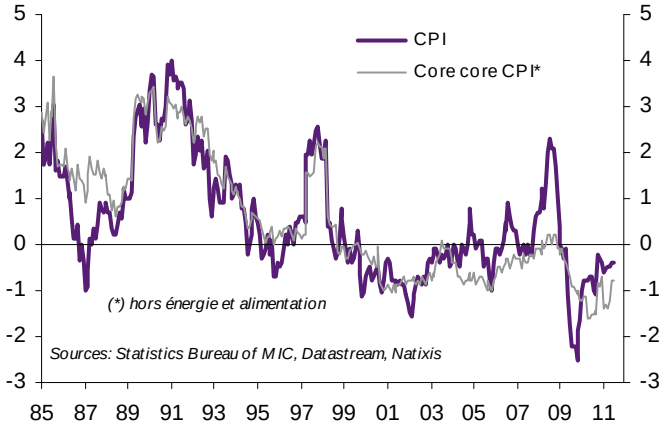


Ces caractéristiques du Japon à partir du début des années 1990, et qu'on retrouve aujourd'hui aux Etats-Unis, ont conduit au Japon à un équilibre durablement déflationniste : croissance faible (graphique 3a plus haut), **stagnation des salaires réels (graphique 6a), inflation nulle ou même négative (graphique 6b).**

Graphique 6a
Japon : salaire réel par tête (déflaté par le prix de consomation)



Graphique 6b
Japon : inflation (GA en %)



On doit donc s'attendre à un équilibre similaire aux Etats-Unis, et en réalité même bien pire.

Une situation bien pire aux Etats-Unis qu'au Japon

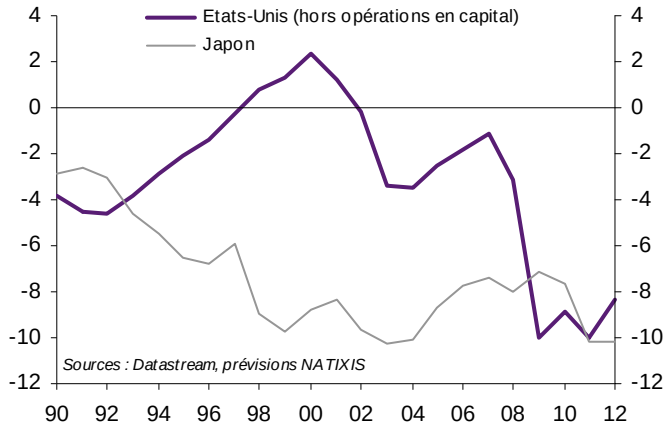
Mais la situation **pourrait être même bien pire aux Etats-Unis aujourd'hui qu'au Japon** à partir du milieu des années 1990 pour deux raisons :

- l'insuffisance de l'épargne domestique aux Etats-Unis ;
- la désindustrialisation des Etats-Unis et le rôle du commerce extérieur.

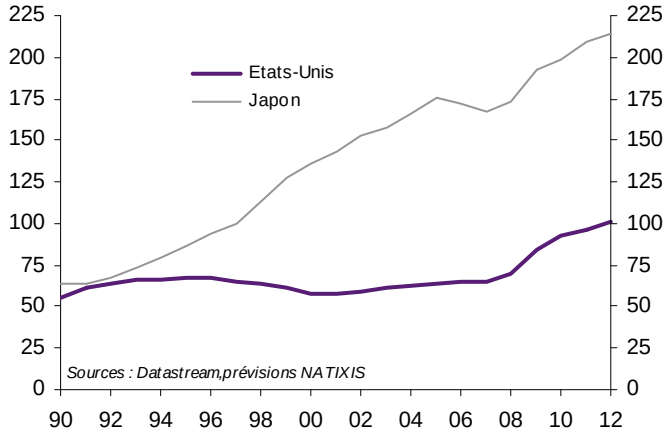
 # 1 Insuffisance de l'épargne domestique aux Etats-Unis

Le Japon a pu maintenir un déficit public considérable, aussi important que le déficit public présent des Etats-Unis **(graphique 7a)** et accumuler une dette publique énorme **(graphique 7b)** tout en conservant des taux d'intérêt très faibles **(graphique 7c) grâce au niveau très élevé de l'épargne domestique (graphique 7d),** qui a été canalisée vers le financement du déficit par les banques et par les investisseurs institutionnels **(graphique 8).**

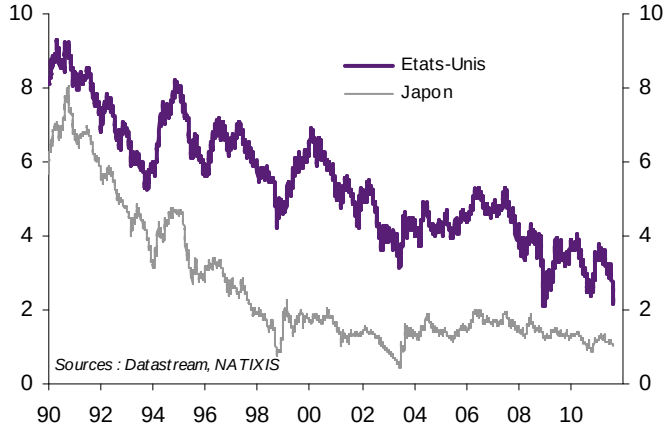
Graphique 7a
Déficit public (en % du PIB)



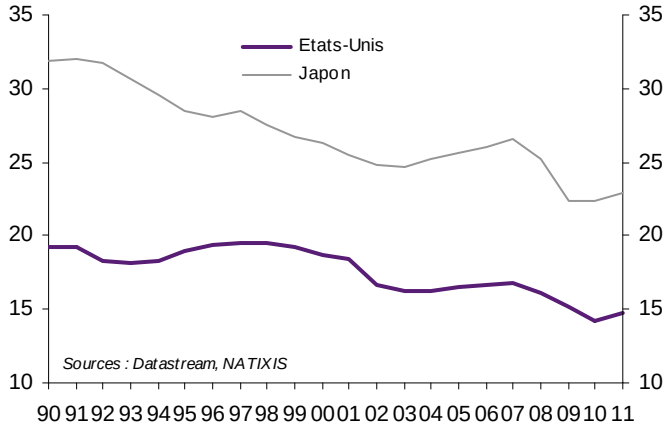
Graphique 7b
Dette publique brute (en % du PIB)



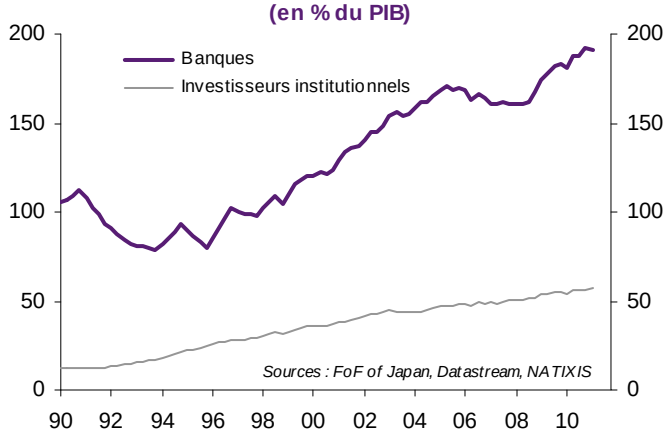
Graphique 7c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



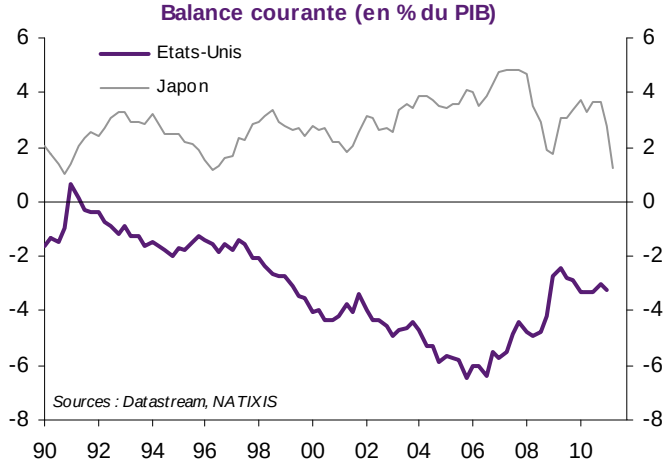
Graphique 7d
Taux d'épargne de la Nation (en % du PIB)



Graphique 8
Japon : encours d'obligations détenues par…
(en % du PIB)



Graphique 9
Balance courante (en % du PIB)

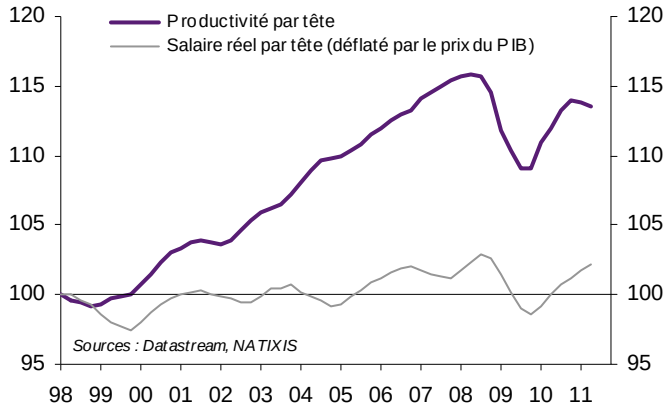


La situation des Etats-Unis est tout à fait différente : avec une épargne domestique faible (graphique 7d, ce que montre aussi la situation de la balance courante, **graphique 9**), **il sera impossible aux Etats-Unis de ne pas corriger leur déficit public et de ne pas stabiliser leur taux d'endettement public. Les Etats-Unis devront donc, dans le futur, mener une politique budgétaire restrictive,** ce qui n'a pas été le cas du Japon.

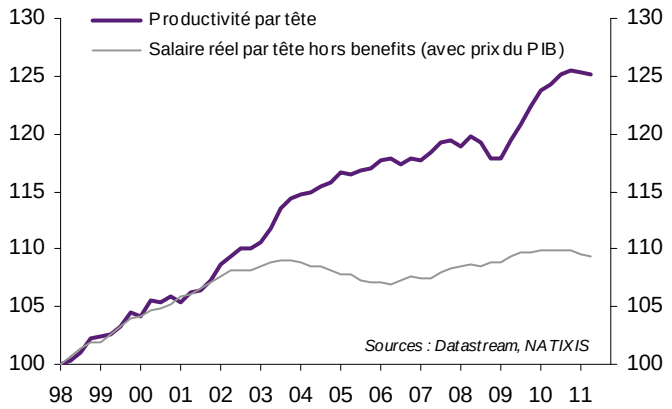
2 Soutien de l'économie par le commerce extérieur

La déflation s'est accompagnée au Japon de la faiblesse de la hausse des salaires réels et de la déformation **du partage des revenus au détriment des salariés (graphique 10a) ; la même déformation s'observe aux Etats-Unis (graphique 10b).**

Graphique 10a
Japon : productivité et salaire réel par tête (100 en 1998:1)



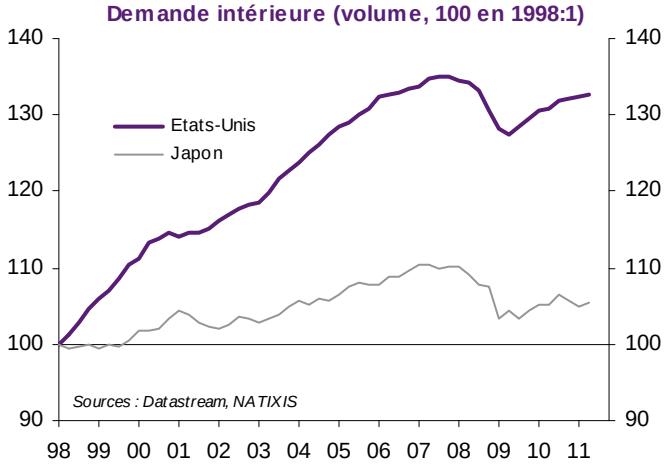
Graphique 10b
Etats-Unis : salaire réel par tête et productivité par tête (100 en 1998:1)



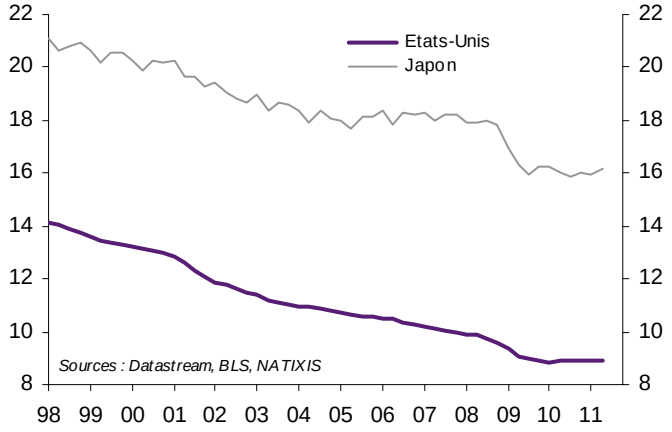
La demande intérieure a donc été faible au Japon à partir de la fin des années 1990, **comme elle est faible aux Etats-Unis aujourd'hui (graphique 11).**

Mais la différence en faveur du Japon est que, le Japon étant resté beaucoup plus industriel que les Etats-Unis (graphiques 12a-12b), son commerce extérieur y a soutenu la croissance globale, ce qui ne sera pas le cas aux Etats-Unis (graphique 13).

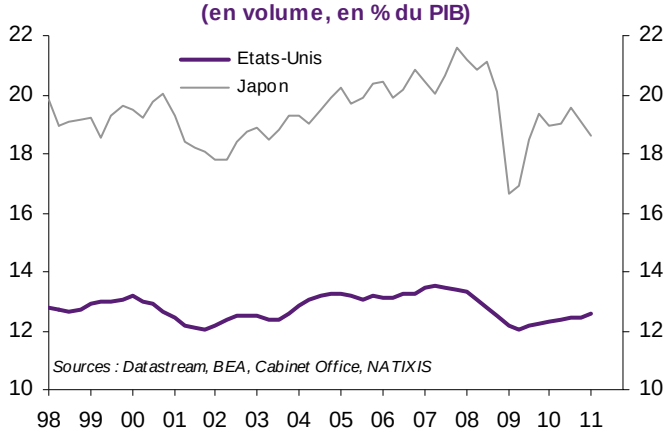
Graphique 11
Demande intérieure (volume, 100 en 1998:1)



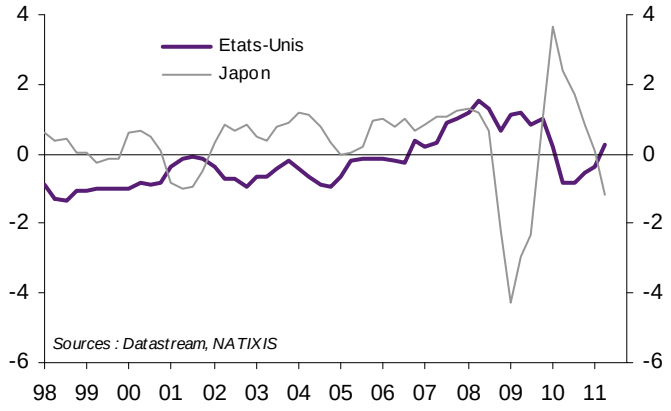
Graphique 12a
Emploi manufacturier (en % de l'emploi total)



Graphique 12b
Valeur ajoutée manufacturière (en volume, en % du PIB)



Graphique 13
Contribution du commerce extérieur à la croissance (volume, GA en %)



Synthèse : les perspectives pour les Etats-Unis pires que ce qui a été observé au Japon depuis la fin des années 1990 ?

Les Etats-Unis aujourd'hui ont beaucoup de caractéristiques communes avec celles du Japon à la fin des années 1990 :

- désendettement nécessaire du secteur privé ;
- difficulté de ce désendettement avec la croissance faible et le recul des prix des actifs ;
- inefficacité de la politique monétaire ;
- déformation du partage des revenus au détriment des salariés.

Si les mêmes causes produisent les mêmes effets, les Etats-Unis pourraient donc connaître une longue période de déflation.

De plus, la situation des Etats-Unis est pire que celle du Japon :

- avec la faiblesse de l'épargne domestique, ils ne pourront pas maintenir des déficits publics considérables, sans les corriger, comme l'a fait le Japon ;
- avec la désindustrialisation, leur croissance ne sera pas soutenue par le commerce extérieur.