

## Vers le déclin des États-Unis ?

**Les évolutions récentes conduisent assez naturellement à penser que le déclin des États-Unis a commencé et va s'amplifier :**

- **la nécessité de réduire le levier d'endettement des banques et des ménages va maintenir une croissance durablement faible et la dépression des prix des actifs, donc une perte de richesse. Le modèle de croissance par l'endettement, caractéristique des États-Unis, a probablement disparu (comme au Japon dans les années 1990) ;**
- **la dépendance vis-à-vis de l'épargne mondiale va continuer à s'accroître, avec les déficits publics et l'absence de politique visant à faire remonter le taux d'épargne ; les pays prêteurs seront de plus en plus puissants et le dollar de plus en plus fragile ;**
- **la propriété du capital des entreprises américaines va progressivement passer dans les mains de non-résidents (Asie, exportateurs de pétrole), ce qui a commencé avec les banques, et se poursuivra avec la déformation progressive vers les actions du recyclage des capitaux par les pays excédentaires ;**
- **les ressources vont manquer pour les ambitions internationales (économiques, militaires....) avec la dégradation des finances publiques et la croissance faible ;**
- **la dépendance vis-à-vis du Reste du Monde concerne aussi les matières premières (le pétrole) et est de plus en plus pénalisante à mesure que la concurrence pour l'accès aux ressources rares avec d'autres pays (Chine) s'accroît et que les prix de ces ressources sont élevés.**

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

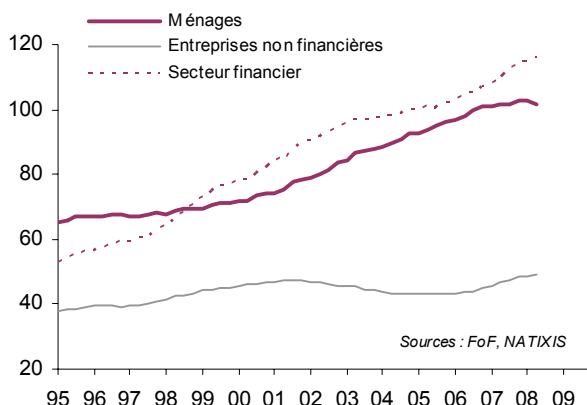
**Patrick ARTUS**

**Ces facteurs de déclin viennent d'un certain nombre de décisions : abandon de fait de l'industrie traditionnelle, choix de l'endettement pour stimuler la demande et cacher les effets de la globalisation, absence de prise de conscience des contraintes de rareté, refus de mettre en place des politiques qui favoriseraient la remontée de l'épargne.**

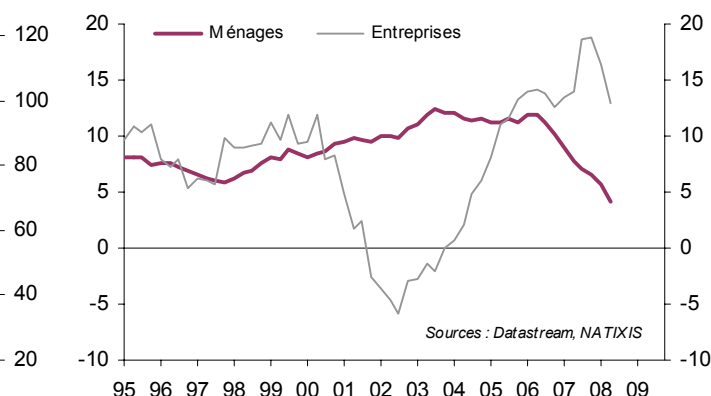
**Fin du modèle d'endettement, croissance faible ; richesse réduite**

Depuis longtemps, la croissance des États-Unis était basée sur le levier d'endettement, d'abord des entreprises (jusqu'à la fin des années 1990), puis du secteur financier et des ménages (graphiques 1 a – b).

**Graphique 1 a**  
États-Unis : dettes (en % PIB)

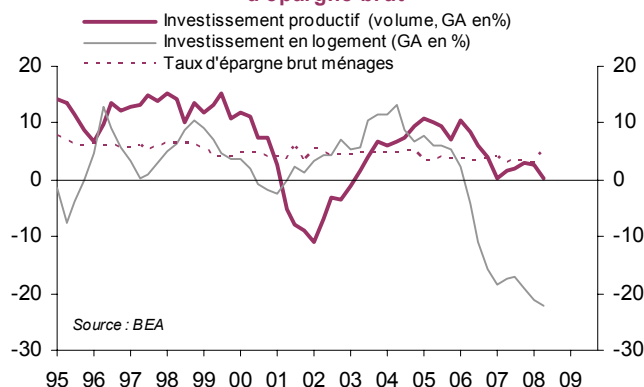


**Graphique 1 b**  
États-Unis : crédits (GA en %)

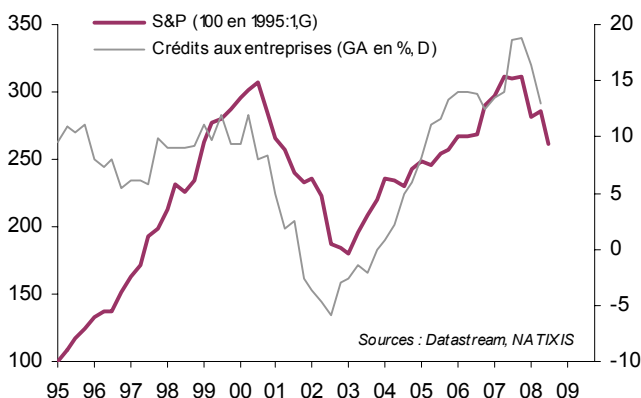


La hausse du levier d'endettement, d'une part a soutenu la demande de biens (investissement productif, puis consommation avec la baisse du taux d'épargne des ménages et investissement logement, graphique 2) ; d'autre part a fait progresser les prix des actifs, avec les achats d'actifs soutenus par l'endettement, essentiellement actions du côté des entreprises et l'immobilier du côté des ménages (graphiques 3 a – b).

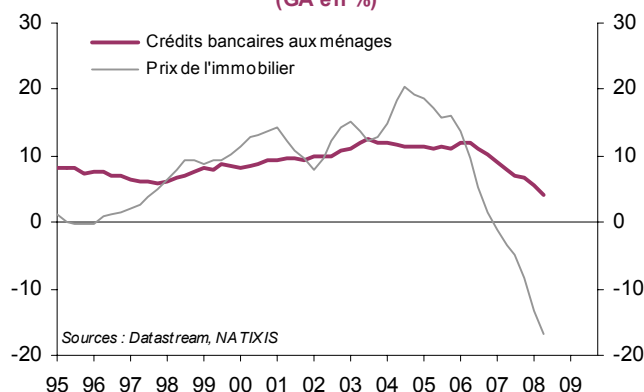
**Graphique 2**  
États-Unis : investissements et taux d'épargne brut



**Graphique 3 a**  
États-Unis : crédits et indice boursier



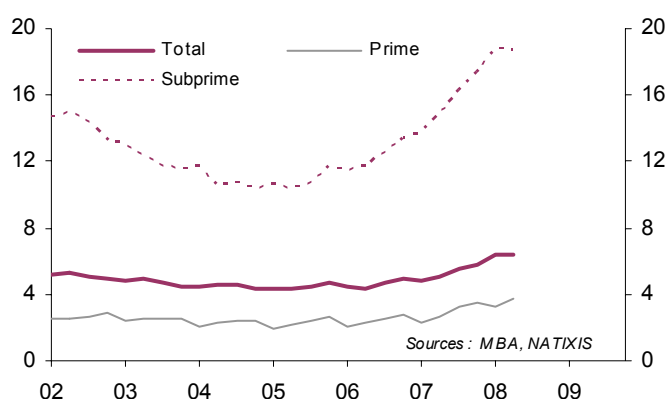
**Graphique 3 b**  
États-Unis : crédits et prix de l'immobilier (GA en %)



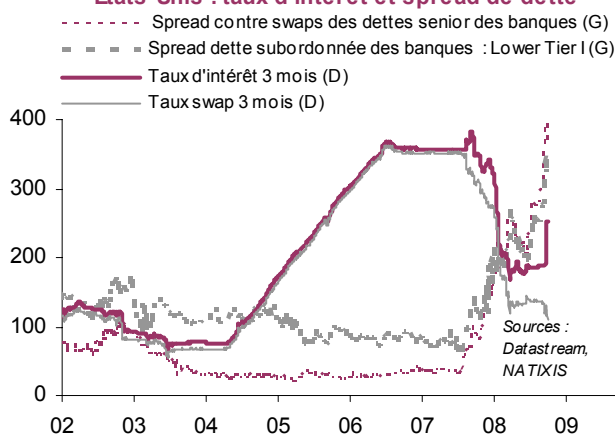
Ce modèle basé sur l'endettement disparaît aujourd'hui avec la crise financière : la hausse de l'aversion pour le risque, l'observation de ce que l'excès d'endettement a conduit à une hausse forte des défauts (**graphique 4**), et à un risque exagéré de liquidité, la hausse des primes de risque (pour les banques, les entreprises et les ménages, **graphiques 5 a – b**), poussent maintenant au désendettement, ce qui veut dire :

- faiblesse de la demande intérieure ;
- faiblesse des prix des actifs, donc effets de richesse négatifs.

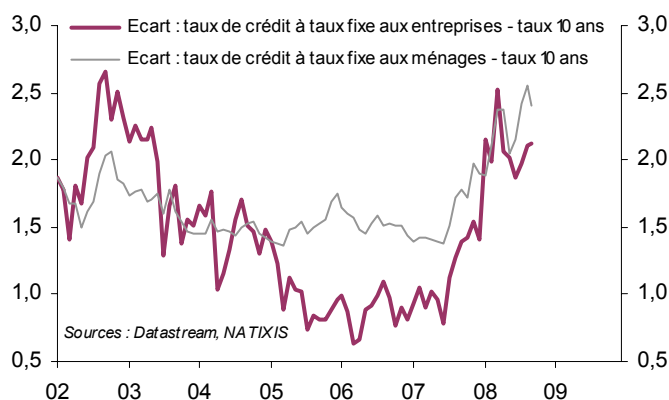
**Graphique 4**  
Etats-Unis : taux de défaut des ménages sur les crédits hypothécaires (en %)



**Graphique 5 a**  
Etats-Unis : taux d'intérêt et spread de dette



**Graphique 5 b**  
Etats-Unis : écart entre taux de crédits à taux fixe et taux 10 ans

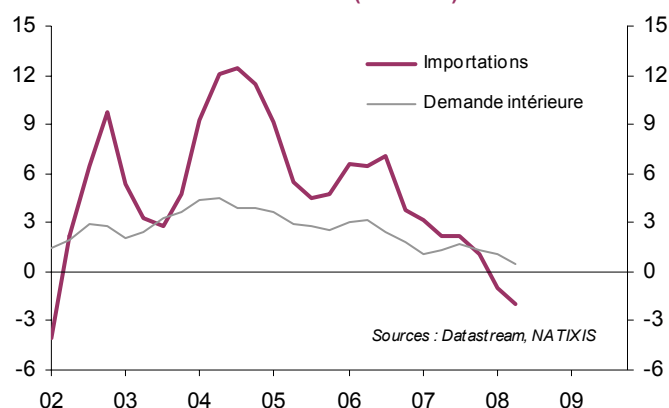


La première composante du déclin sera donc, comme au Japon dans les années 1990 et pour les mêmes raisons, la faiblesse de la croissance et les pertes patrimoniales.

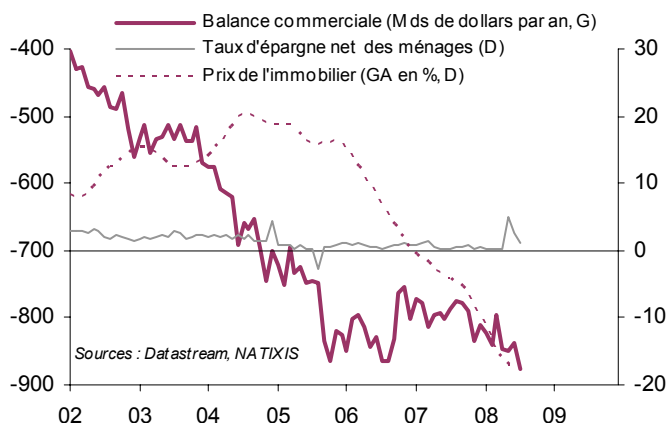
Dépendance accrue vis-à-vis de l'épargne du Reste du Monde

Même lorsque la demande intérieure et les importations stagnent (graphique 6), le déficit extérieur des États-Unis ne se réduit pas de manière importante (graphiques 7 a – b).

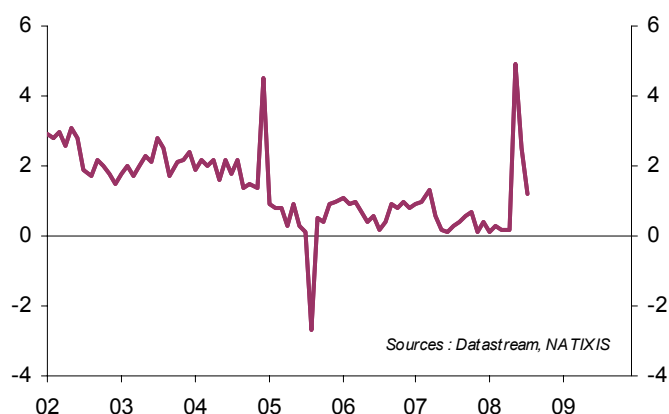
**Graphique 6**  
Etats-Unis : importations et demande intérieure en volume (GA en %)



**Graphique 7 a**  
Etats-Unis : prix de l'immobilier



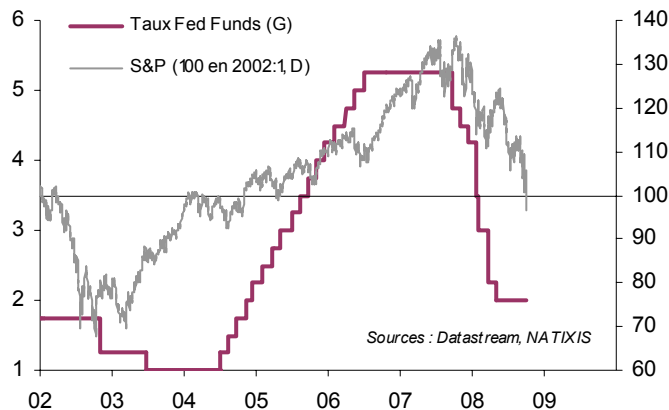
**Graphique 7 b**  
Etats-Unis : taux d'épargne net des ménages



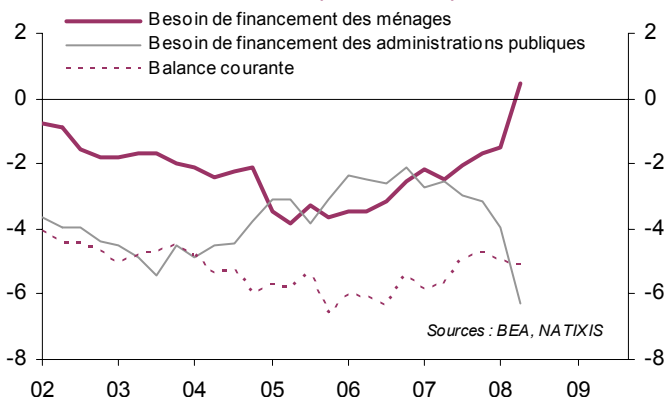
Ceci est dû à deux causes :

- **il n'y a pas de remontée du taux d'épargne des ménages** (graphique 7 b), même si la croissance est très faible, même si les pertes patrimoniales sont considérables (**graphiques 7 a – b – 8**), en partie en raison du passage à une politique monétaire expansionniste ;
- lorsque le besoin de financement des ménages recule (dans la période récente avec la chute de leur investissement en logements), il apparaît immédiatement **une forte hausse du déficit public qui empêche toute amélioration du déficit extérieur** (graphique 9).

**Graphique 8**  
**Etats-Unis : taux directeur et indice boursier**



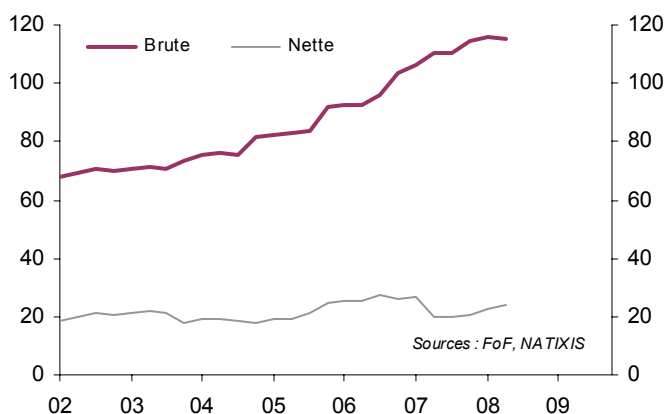
**Graphique 9**  
**Etats-Unis : besoin de financement et balance courante (en % du PIB)**



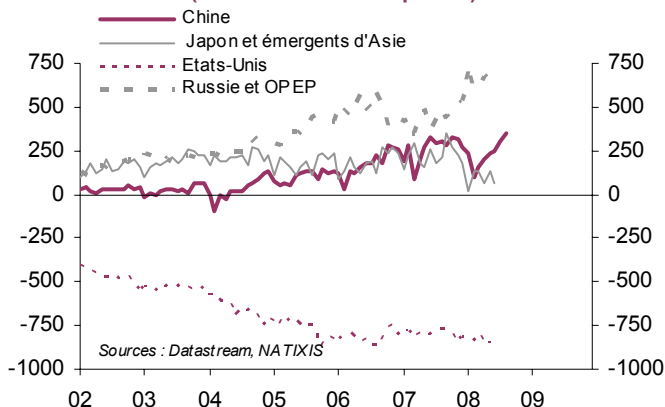
Même dans les récessions, la dette extérieure des États-Unis continue à augmenter (**graphique 10**), ce qui a comme conséquences :

- de rendre les États-Unis de plus en plus dépendants des pays prêteurs (les pays excédentaires : pays d'Asie, pays exportateurs de pétrole (**graphique 11**)) ;
- de fragiliser encore davantage le dollar (**graphique 12**), dans une perspective de moyen terme.

**Graphique 10**  
**États-Unis : dette extérieure (en % PIB)**



**Graphique 11**  
**Balances commerciales**  
**(en Mds de dollars par an)**



**Graphique 12**  
**Taux de change du dollar contre euro**

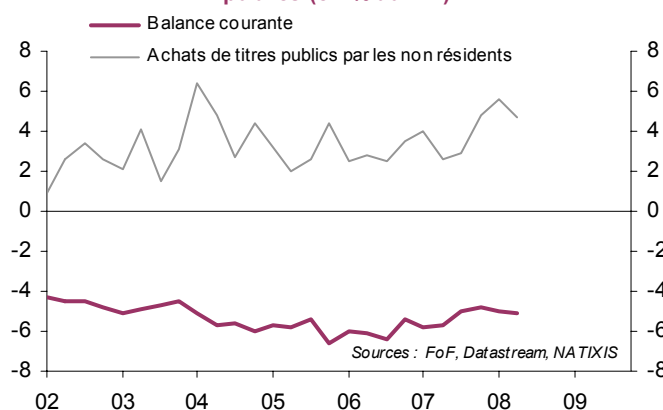


Le plan récent de sauvetage des banques renforce encore ces tendances si il est mis en place, pas en accroissant le déficit extérieur des États-Unis (il s'agit d'un simple transfert de dette et d'actifs du secteur privé vers le secteur public) mais en dégradant la qualité de la dette publique des États-Unis.

**Transfert de propriété du capital vers les pays exportateurs**

On observe, surtout depuis 2007, que le financement du déficit extérieur des États-Unis se fait essentiellement par l'achat de titres publics américains par les non-résidents (**graphique 13**).

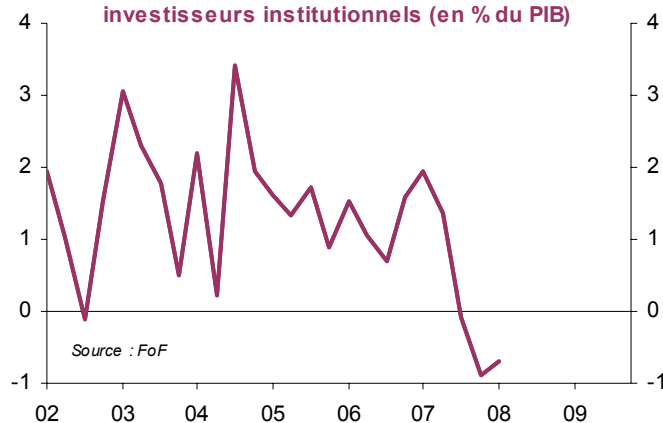
**Graphique 13**  
**Etats-Unis : balance courante et achats de titres publics**  
**(en % du PIB)**



Mais il est très probable **que progressivement la structure de ce refinancement des États-Unis va se modifier des titres publics vers le capital des entreprises (les actions) :**

- le rendement du capital est bien plus élevé que celui des titres publics ;
- la qualité de la dette publique des États-Unis se dégrade ;
- l'absence d'investissement en actions pour les investisseurs institutionnels américains (**graphique 14**) forcera les entreprises à rechercher des financements en capital auprès des pays excédentaires à épargne importante (pays d'Asie, pays exportateurs de pétrole). Ceci a déjà largement commencé en ce qui concerne les banques (**tableau 1**).

**Graphique 14**  
**États-Unis : achats nets d'actions par les investisseurs institutionnels (en % du PIB)**

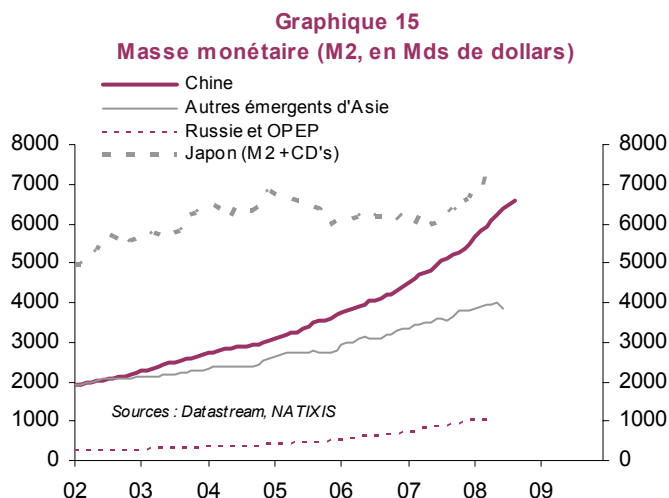


**Tableau 1**  
**Augmentations de capital financées par les investisseurs publics dans les grandes banques Américaines (Mds de dollars)**

	Total Capital increases	Total Amount	Total amount per investors	Investors	Total Amount	Total amount per investors	Investors	Total Amount	Total amount per investors	Investors
Citigroup	37,2				12,9	2	Public Investors	19,4	6,88	Government of Singapore Investment Corp
						4,9			5,62	Kuwait Investment Authority, Capital Research, New Jersey, Alwaleed, Weill
						6			6,884	Public Investors
Goldman Sachs Group		10	5	Public Investors						
			5	Berkshire Hathaway Inc						
Merill Lynch	22,5	6,4		Public Investors	1,75	1,75	Public Investors	7,2	6,6	Auth, Mizuho, Tpg_Axon, New Jersey, T Rowe Price, Olayan
									0,6	Temasek Holdings
Bank of America	19,7				6,7	6,7	Public Investors	13	13	Public Investors
Morgan Stanley	5									
JP Morgan Chase	6	1,6			6	6	Institutional Investors			
Washington Mutual	11				6	6	Institutional Investors			
					2	2	TPG Inc			
Wachovia	10,5				7	7	Public Investors	3,5	3,5	80 domestic investors (unidentified)
Lehman Brothers	14		4	Public Investors	10	10	Public Investors			

Source : Bloomberg and Compagnies

On devrait donc assister progressivement à une hausse de la détention du capital des entreprises américaines (et des banques) par les pays émergents, surtout par les pays où existe une importante épargne liquide mal employée (graphique 15).



Cette perte de contrôle progressive des entreprises américaines par les investisseurs locaux est bien une forme de déclin.

**Absence de moyens pour les ambitions internationales des États-Unis**

Avec une croissance faible (voir plus haut : désendettement des banques et des ménages, baisse des prix des actifs) avec le coût du sauvetage des banques, la situation des finances publiques des États-Unis va être durablement mauvaise (graphique 16).

On ne voit pas bien comment il serait alors possible de financer des dépenses importantes d'aide au développement (tableau 2), des dépenses militaires permettant de mener de front plusieurs conflits (graphique 17).

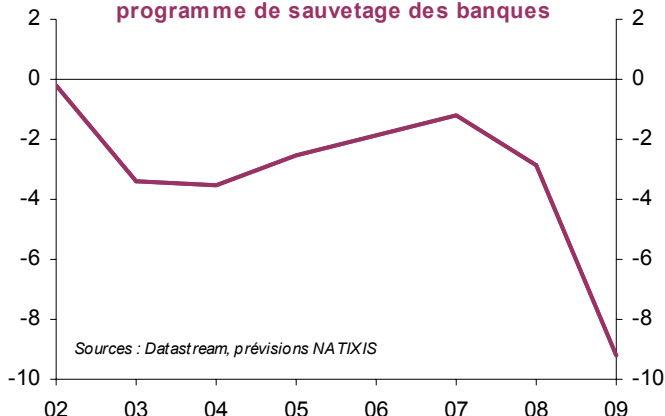
**Tableau 2**  
**Aide publique au développement (2007, en % PIB)**

États-Unis	0,2
Canada	0,3
Royaume-Uni	0,4
Suède	1,0
Japon	0,3
Allemagne	0,4
France	0,5
Italie	0,2
Espagne	0,4

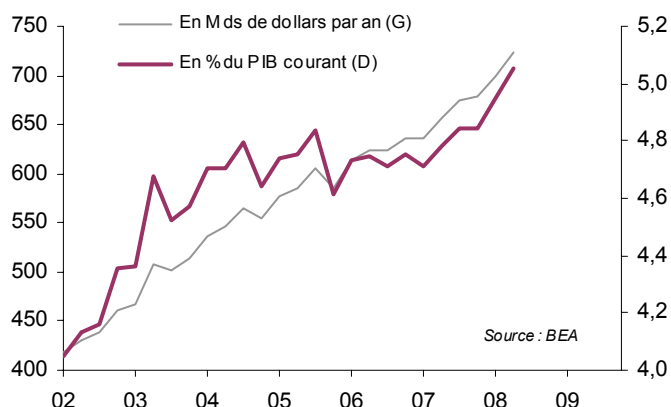
*Sources : OCDE, NATIXIS*



**Graphique 16**  
**Etats-Unis : déficit public (% PIB) avec**  
**programme de sauvetage des banques**



**Graphique 17**  
**Etats-Unis : dépenses militaires**



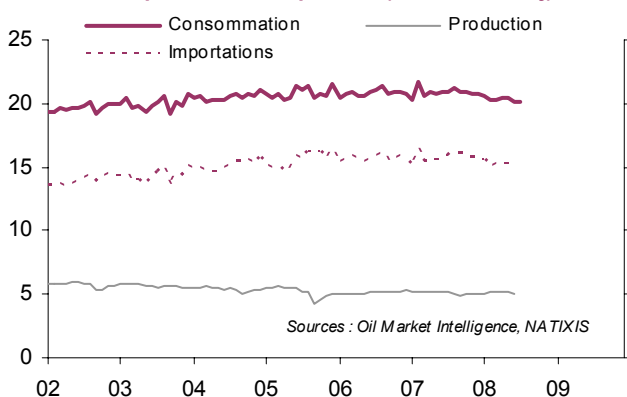
Le rôle international des États-Unis sera alors évidemment affaibli par rapport à des pays qui disposent de moyens beaucoup plus importants (Chine par exemple).

La dépendance extérieure pour les matières premières est forte

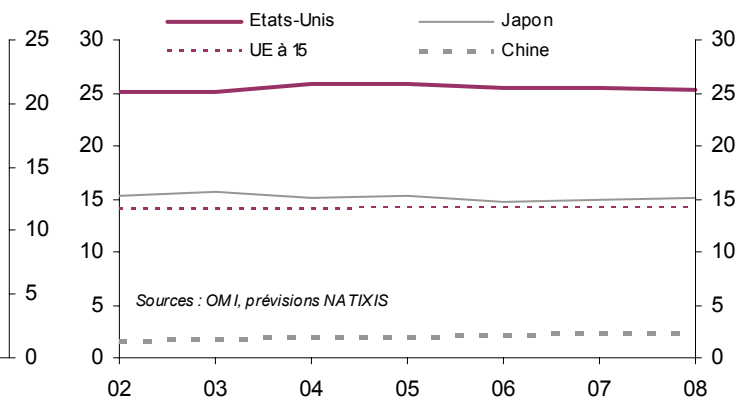
Les États-Unis, on le sait, dépendent fortement du Reste du Monde pour leur approvisionnement en matières premières, en particulier en énergie (graphique 18).

Cette dépendance vient du niveau très élevé de consommation de matières premières par tête aux États-Unis (graphique 19).

**Graphique 18**  
**Etats-Unis : consommation, production et**  
**importations de pétrole (en millions b/j)**



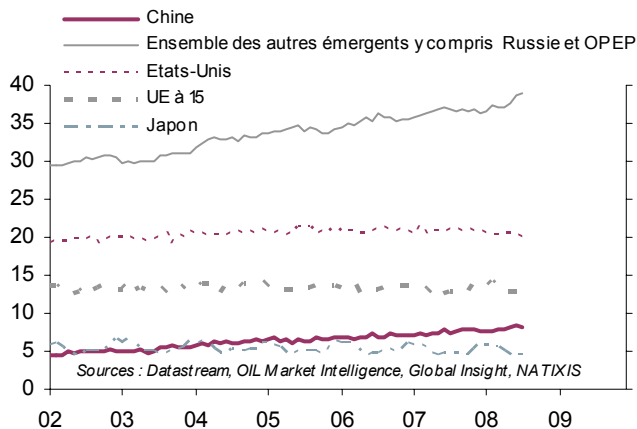
**Graphique 19**  
**Consommation de pétrole**  
**(en barils par habitant par an)**



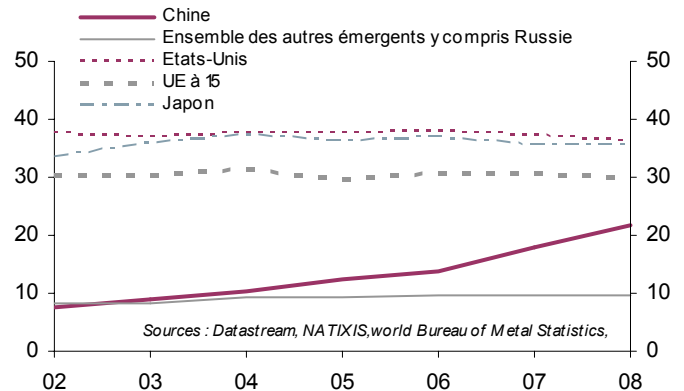
Elle va devenir de plus en plus pénalisante :

- avec la concurrence accrue pour l'accès aux ressources rares (de la part de la Chine par exemple, graphiques 20 – 21) ;
- avec le prix élevé des matières premières (graphique 22).

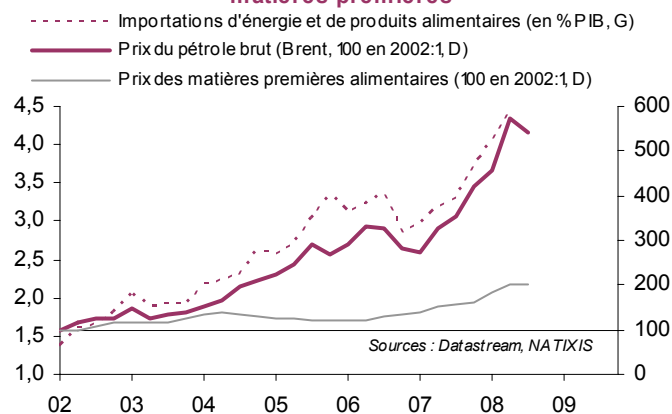
**Graphique 20**  
Consommation de pétrole (en millions de b/j)



**Graphique 21**  
Consommation des métaux (en tonnes par habitant par an)



**Graphique 22**  
Etats-Unis : importations et prix spot des matières premières



**Synthèse : finalement, quelles ont été les erreurs ?**

Nous croyons en un **déclin inexorable des États-Unis**, avec :

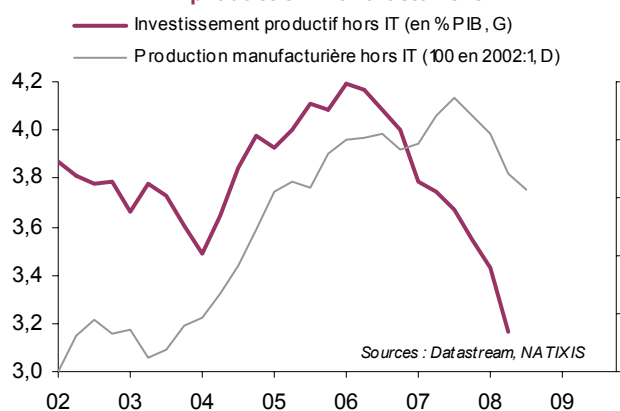
- la fin du modèle de croissance et de hausse des prix des actifs tirés par l'endettement ;
- la poursuite de l'accumulation de dette extérieure, donc la dépendance croissante vis-à-vis de l'épargne du Reste du Monde et la fragilisation du dollar ;
- le transfert progressif de la propriété du capital des entreprises et des banques vers les pays qui ont des excédents extérieurs (Asie, exportateurs de pétrole) ;
- l'absence de moyens pour financer les dépenses (aide au développement, militaires) nécessaires aux ambitions internationales des États-Unis ;
- la dépendance extérieure de plus en plus pénalisante pour les matières premières.

**D'où viennent, si on veut être synthétique, ces facteurs de déclin ?**

- de ce que les États-Unis ont permis **la dégradation de la situation de l'industrie traditionnelle** (comme le montre l'évolution de sa production ou de ses investissements, **graphique 23**), d'où la perte de sa capacité à exporter ;

- du remplacement de la perte de production venant du déclin de l'industrie, de la globalisation, par la stimulation de la demande par l'endettement, ce qui ne peut pas être une stratégie durable ;
- de l'absence de prise de conscience, jusqu'à une période récente, de la rareté de certaines ressources (matières premières) ;
- du refus de mettre en place les politiques économiques (budgétaires, monétaires) qui favoriseraient la remontée du taux d'épargne du pays (graphique 24), et la résorption du déficit extérieur.

**Graphique 23**  
Etats-Unis : investissement productif et production manufacturière



**Graphique 24**  
Etats-Unis : taux d'épargne, d'investissement et balance courante (en % du PIB)

