

La crise, plus grave aux Etats-Unis ou plus grave dans la zone euro ?

Beaucoup d'analystes, surtout américains, prévoient une crise plus grave en Europe qu'aux Etats-Unis, pour diverses raisons : réaction plus forte de politique économique aux Etats-Unis, flexibilité plus grande du marché du travail aux Etats-Unis, dépendance plus grande des entreprises vis-à-vis du crédit bancaire en Europe.

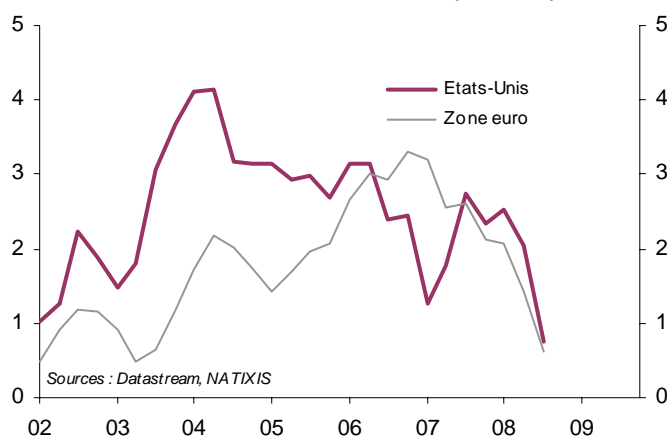
Ces arguments sont corrects (même si on peut penser que les politiques monétaires sont aujourd'hui peu efficaces), mais il ne faut pas oublier, à l'inverse :

- *l'endettement plus élevé des ménages aux Etats-Unis, la plus forte baisse de demande lorsque leur taux d'endettement se stabilise ;*
- *la dynamique défavorable sur le marché de l'immobilier résidentiel aux Etats-Unis (défauts, baisses des prix, pertes pour les banques), bien plus marquée aux Etats-Unis ;*
- *l'appréciation du dollar avec les capitaux rapatriés aux Etats-Unis, qui s'ajoute à la moindre capacité à exporter des Etats-Unis et aux pertes de parts de marché intérieur.*

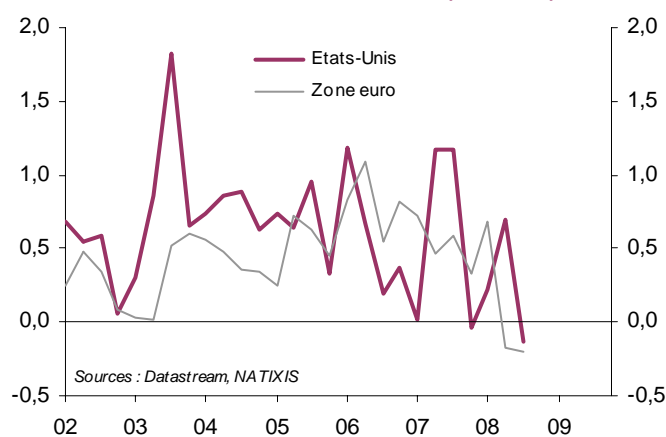
Beaucoup d'analystes sont plus pessimistes pour l'économie de la zone euro que pour l'économie américaine

Beaucoup d'analystes annoncent une crise plus grave dans la zone euro qu'aux Etats-Unis. Pour l'instant (graphiques 1a-1b-1c), on observe plutôt un assez grand parallélisme.

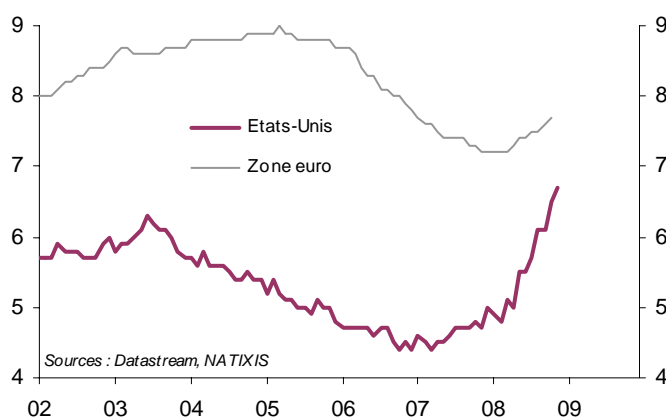
Graphique 1a
Croissance du PIB en volume (GA en %)



Graphique 1b
Croissance du PIB en volume (Q/Q en %)



Graphique 1c
Taux de chômage



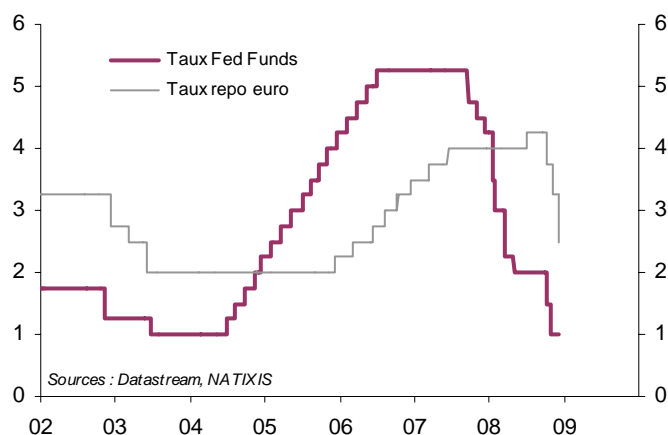
Quels sont les arguments utilisés pour défendre l'idée d'une crise plus grave dans la zone euro qu'aux Etats-Unis ?

(1) La réaction plus forte de la politique économique aux Etats-Unis

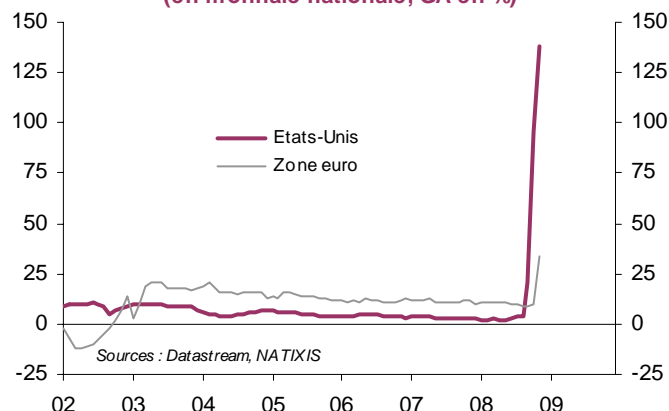
Il est vrai, que tant la politique monétaire (graphiques 2a-2b), que la politique budgétaire (graphique 3) ont pris un caractère plus violemment contracyclique aux Etats-Unis.

Il faut cependant quelque peu relativiser les effets des écarts : dans une situation de désendettement des ménages (graphique 4), les politiques monétaires expansionnistes risquent d'être peu efficaces.

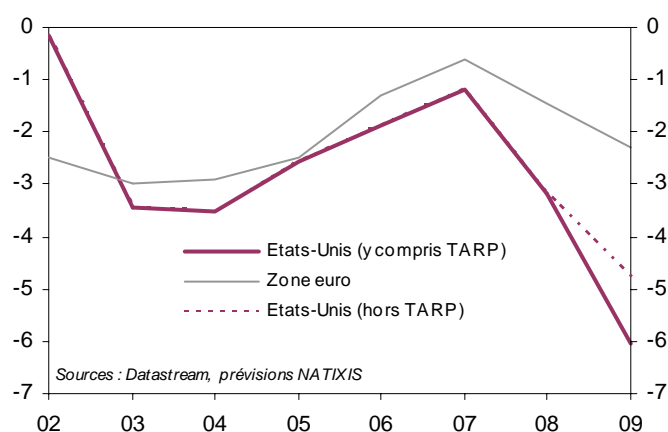
Graphique 2a
Taux directeurs



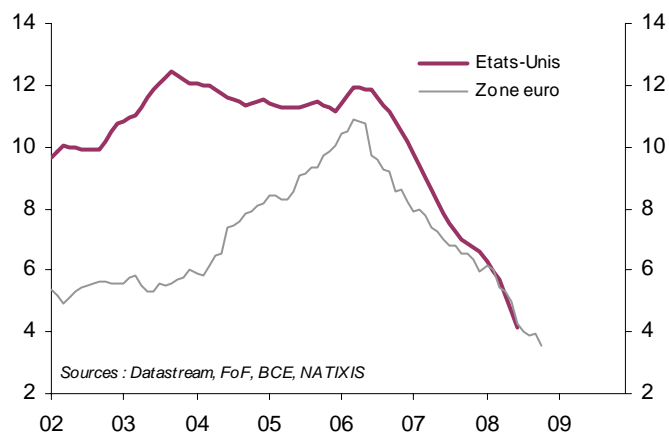
Graphique 2b
Base monétaire
(en monnaie nationale, GA en %)



Graphique 3
Déficit public (en % du PIB)



Graphique 4
Crédit aux ménages (GA en %)

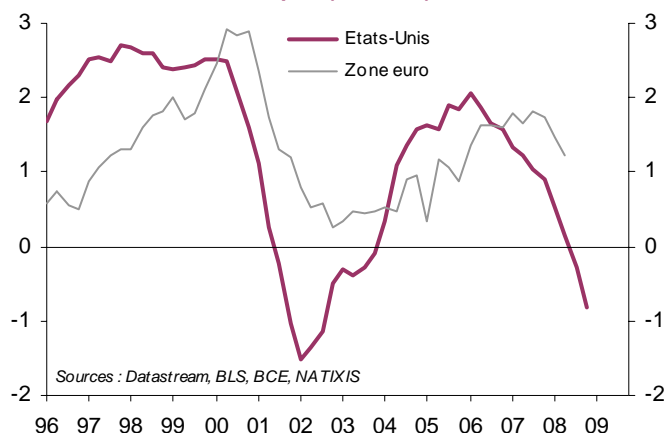


(2) La plus grande flexibilité du marché du travail aux Etats-Unis

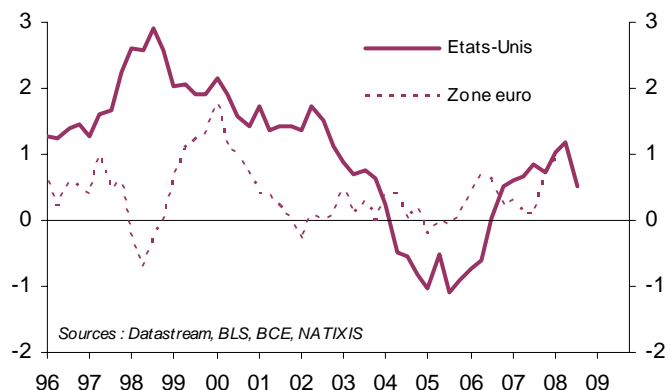
Plus grande flexibilité du travail signifie que, dans une récession l'ajustement à la baisse de l'emploi se fait plus rapidement aux Etats-Unis, mais que, **aux Etats-Unis, les salariés ayant perdu leur emploi retrouvent plus rapidement un travail que dans la zone euro**, soit parce que la flexibilité des salaires réels est plus grande, soit parce que la mobilité géographique et inter-sectorielle des salariés est plus forte aux Etats-Unis.

Durant la récession de 2001-2003, on avait vu (**graphiques 5a-5b**) effectivement un ajustement à la baisse de l'emploi beaucoup plus rapide aux Etats-Unis, suivi par un redressement beaucoup plus rapide aussi et important, et accompagné par un freinage beaucoup plus net des salaires réels.

Graphique 5a
Emploi (GA en %)



Graphique 5b
Salaire réel par tête déflaté par le prix du PIB (GA en %)

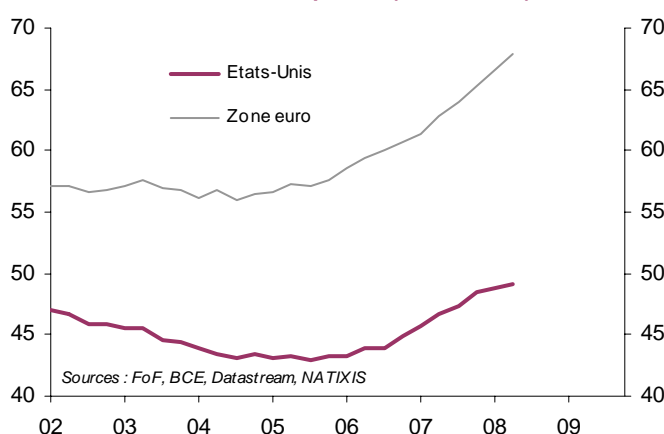


(3) Dépendance plus grande des entreprises de la zone euro vis-à-vis du crédit (de la dette)

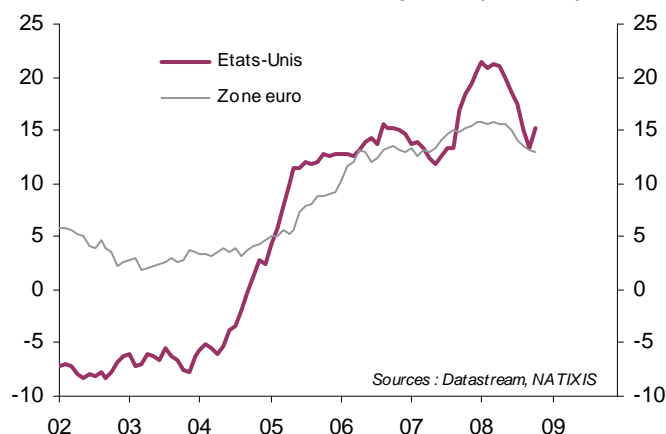
Le taux d'endettement des entreprises de la zone euro est en effet plus élevé que celui des entreprises américaines (**graphique 6**). Ceci peut freiner la croissance de la zone euro :

- **s'il y a rationnement quantitatif** du crédit distribué aux entreprises. Mais les évolutions récentes (**graphiques 7a-7b**) montrent que ce n'est pas le cas ;
- **si les marges sur les crédits et les spreads de crédit s'accroissent**, ce qui est le cas (**graphiques 8a-8b-8c**).

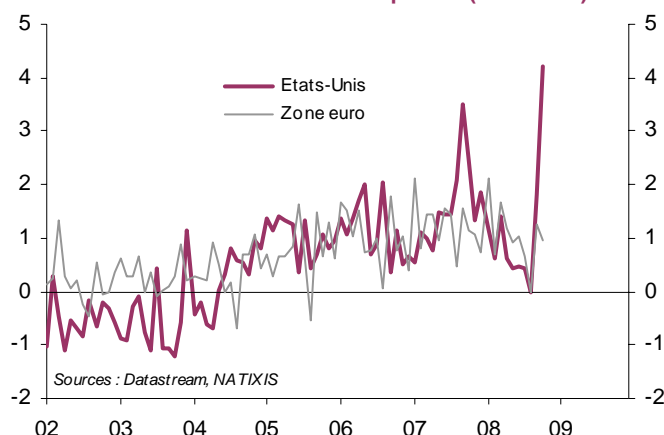
Graphique 6
Dette des entreprises (en % du PIB)



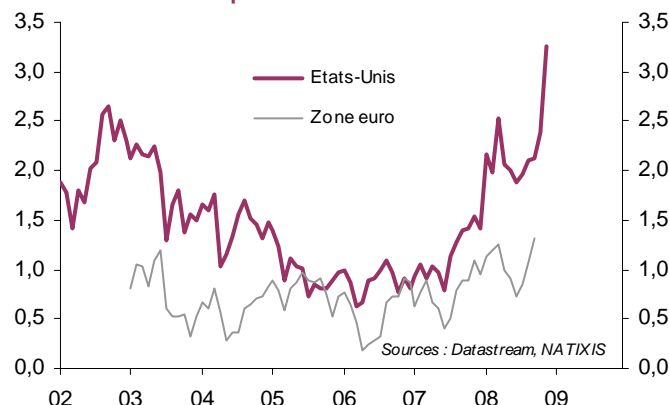
Graphique 7a
Crédits bancaires aux entreprises (GA en %)



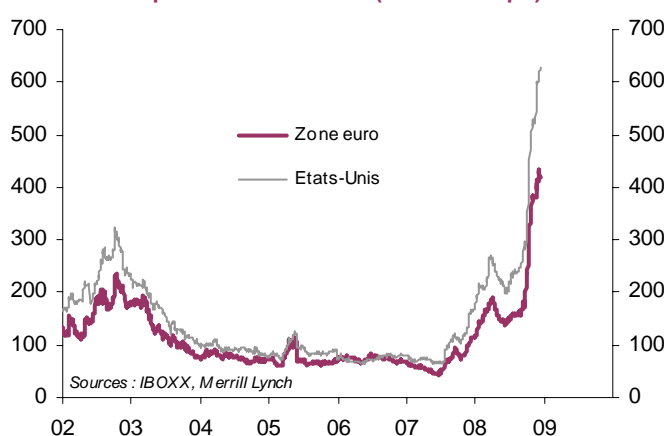
Graphique 7b
Crédits bancaires aux entreprises (M/M en %)



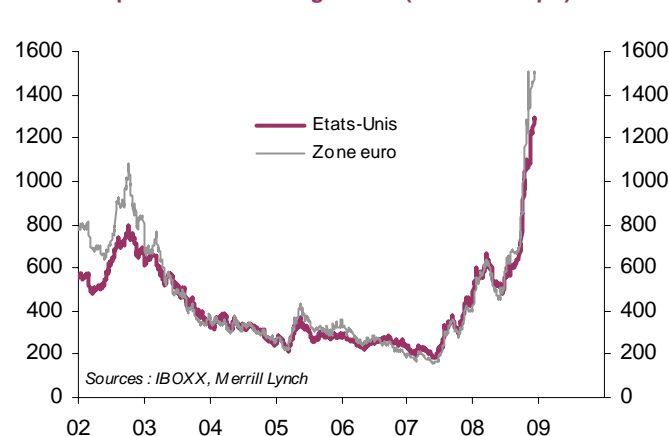
Graphique 8a
Ecart entre taux de crédits à taux fixe entreprises et taux 10 ans GOV



Graphique 8b
Spread de crédit BBB (contre swaps)



Graphique 8c
Spread de crédit High Yield (contre swaps)



Ces arguments en faveur d'une crise plus grave dans la zone euro qu'aux Etats-Unis (politiques économiques davantage procycliques aux Etats-Unis, plus grande flexibilité du marché du travail aux Etats-Unis, taux d'endettement plus élevés dans la zone euro) **sont donc au moins partiellement corrects.**

Mais il ne faut pas oublier les arguments puissants qui vont en sens inverse.

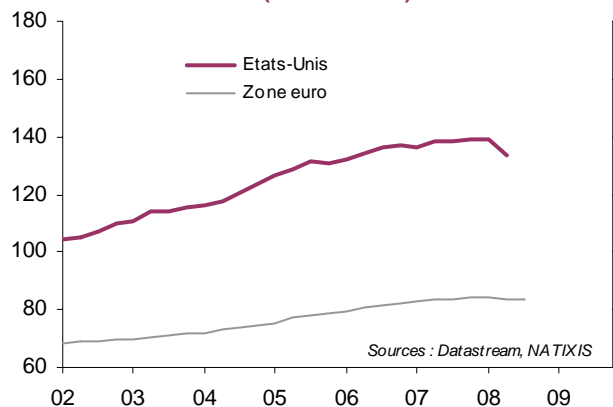
Si la situation structurelle est, on vient de le voir, favorable aux Etats-Unis, les causes de la crise sont plus graves aux Etats-Unis

D'un point de vue structurel, l'économie américaine présente donc davantage de résistance à la crise que la zone euro (politiques contracycliques, capacité à recréer des emplois, taux d'endettement des entreprises plus faible). **Mais il ne faut pas oublier que les facteurs qui ont déclenché la crise sont beaucoup plus puissants aux Etats-Unis.**

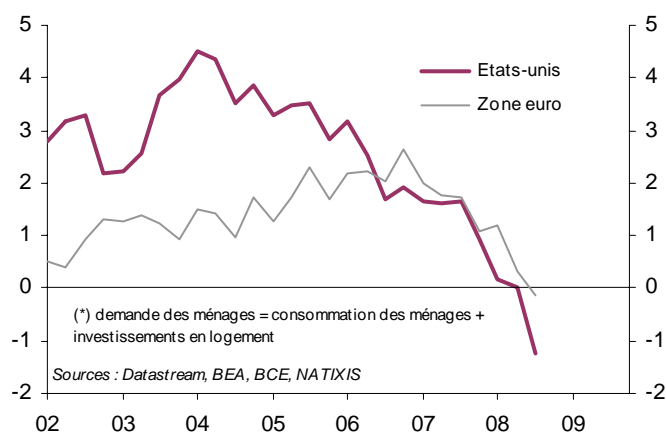
(1) Excès d'endettement des ménages plus important aux Etats-Unis, donc recul plus violent de la demande

La stabilisation du taux d'endettement des ménages (graphique 9a) implique une baisse du niveau de la demande des ménages (graphiques 9b-9c-9d-9e) plus importante aux Etats-Unis que dans la zone euro, puisque le crédit aux ménages y contribuait davantage que dans la zone euro à la stimulation de la demande (graphique 9f).

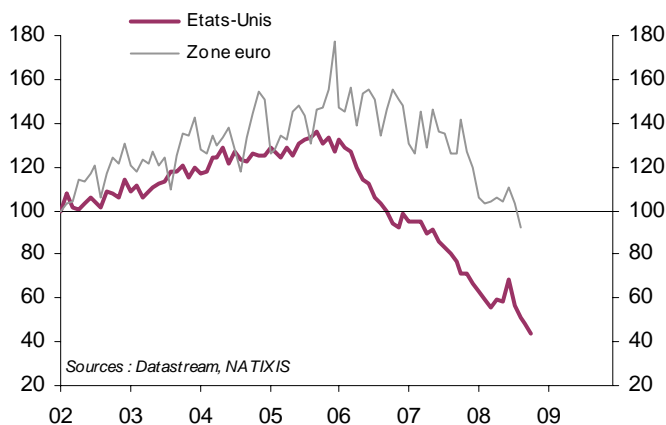
Graphique 9a
Taux d'endettement des ménages
(en % du RDB)



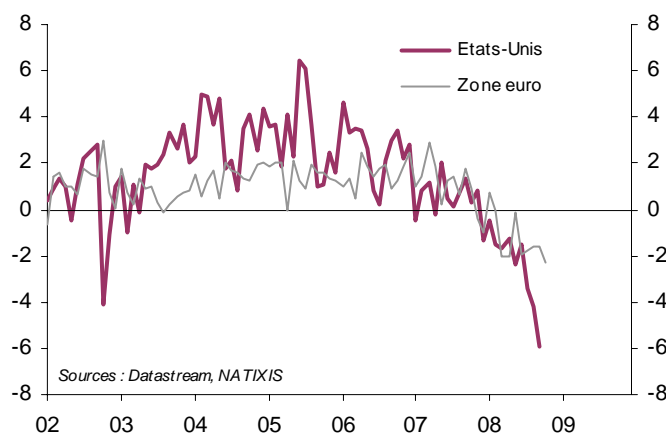
Graphique 9b
Demande des ménages* (volume, GA en %)



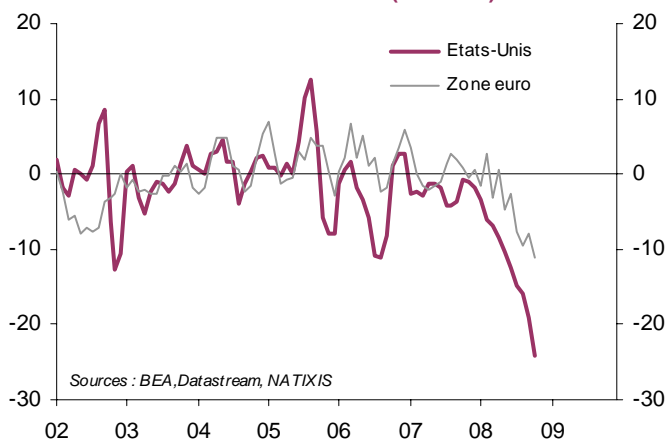
Graphique 9c
Permis de construire (100 en 2002:1)



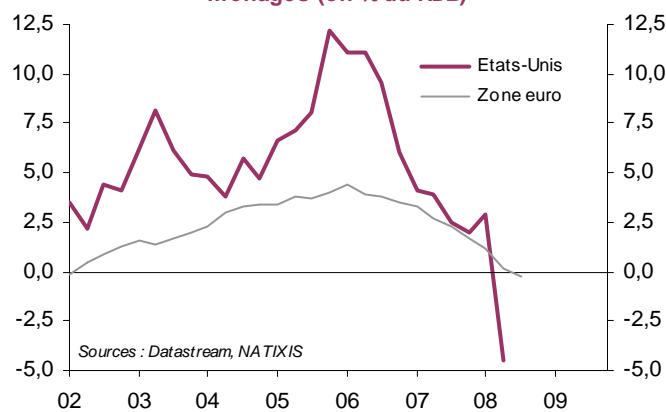
Graphique 9d
Ventes au détail (volume, GA en %)



Graphique 9e
Ventes de voitures (GA en %)



Graphique 9f
Variation sur un an du ratio du dette des ménages (en % du RDB)



La variation du ratio dette/revenu des ménages est montée jusqu'à plus de 10 points par an aux Etats-Unis, contre 3 à 4 dans la zone euro.

Le choc négatif de demande qui déclenche la crise est donc plus important aux Etats-Unis que dans la zone euro.

(2) Dynamique défavorable sur le marché de l'immobilier résidentiel

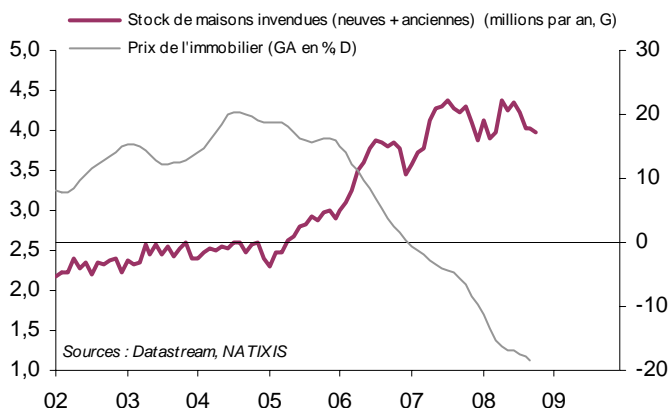
Les enchaînements déstabilisants sur le marché de l'immobilier résidentiel sont bien plus violents aux Etats-Unis.

L'énorme stock de maisons invendues provoque à la fois une baisse de l'activité de construction (graphique 9c plus haut) et une baisse des prix de l'immobilier (graphique 10a).

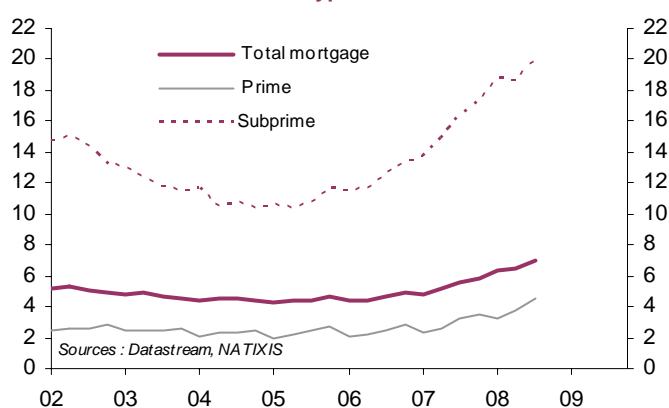
La baisse des prix de l'immobilier conduit à une hausse des défauts des ménages sur les crédits hypothécaires (graphique 10b) : lorsque la valeur du crédit est supérieure à celle de la maison, compte tenu de la nature des crédits hypothécaires aux Etats-Unis ("no recourse"), les emprunteurs ont intérêt à faire défaut et à perdre l'hypothèque. Il en suit une hausse du nombre de maisons saisies (graphique 10c) qui s'ajoute au stock de maisons invendues et contribue à faire baisser les prix.

Cette dynamique déstabilisante est beaucoup moins violente dans la zone euro, en particulier en raison de la nature des crédits (le défaut entraîne la saisie du revenu, des autres actifs...). On voit donc des taux de défaut, une baisse des prix, beaucoup plus faibles qu'aux Etats-Unis (graphique 11).

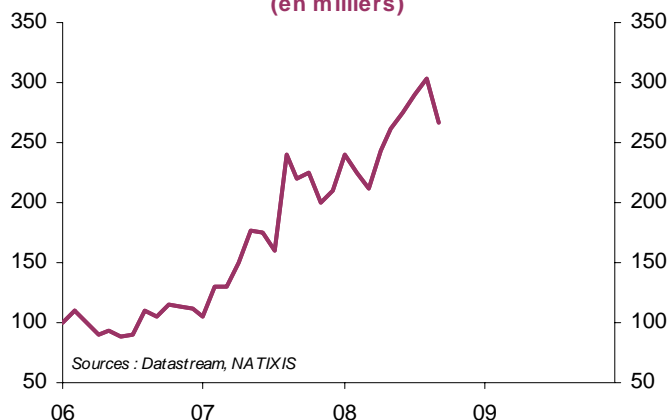
Graphique 10a
Etats-Unis : stock de maisons invendues et prix de l'immobilier



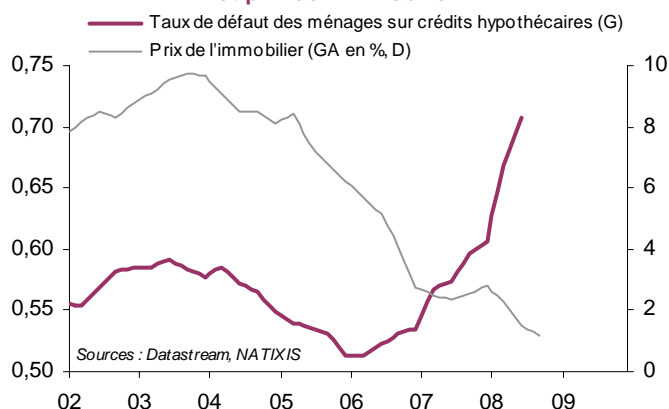
Graphique 10b
Etats-Unis : taux de défaut ménage sur les crédits hypothécaires



Graphique 10c
Etats-Unis : nombre de foreclosures (en milliers)

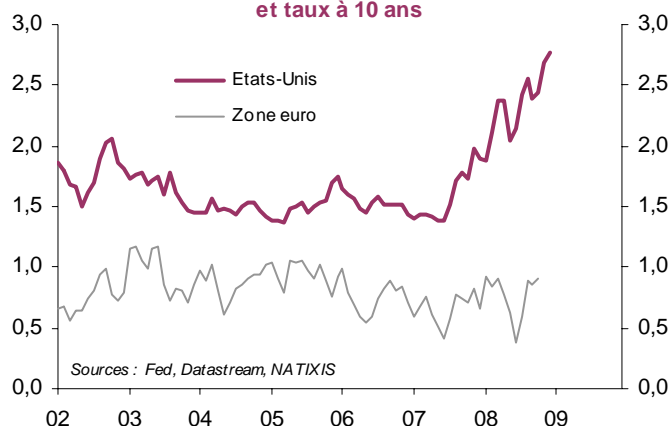


Graphique 11
Zone euro : taux de défaut des ménages et prix de l'immobilier



L'écart considérable entre taux de défaut et marges sur les crédits qu'on observe aux Etats-Unis (**graphique 10b et graphique 12**) **génère des pertes énormes pour les banques de détail**, sur l'encours de crédits hypothécaires non titrisés (8000 Mds \$ environ), **aux Etats-Unis qu'on n'observe pas dans la zone euro** (**graphiques 11 et 12**).

Graphique 12
Ecart entre crédits à taux fixe des ménages et taux à 10 ans



Le choc qui affecte les Etats-Unis (recul de la demande dû à la stabilisation du taux d'endettement amplifié par le fonctionnement du marché du crédit hypothécaire) **est donc beaucoup plus brutal que celui qui affecte la zone euro.**

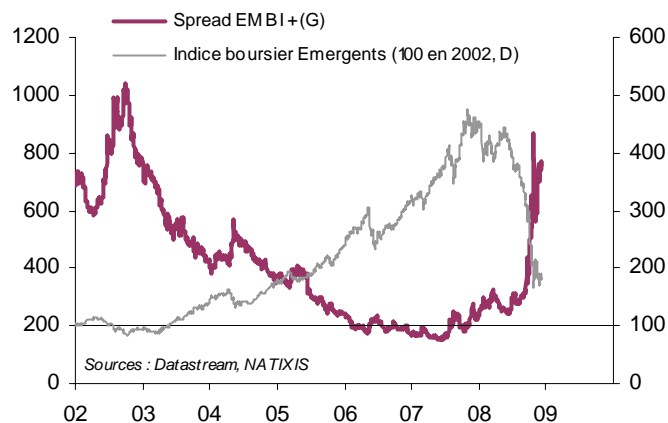
En plus, le dollar fort amplifie la faiblesse structurelle de la capacité à exporter des Etats-Unis

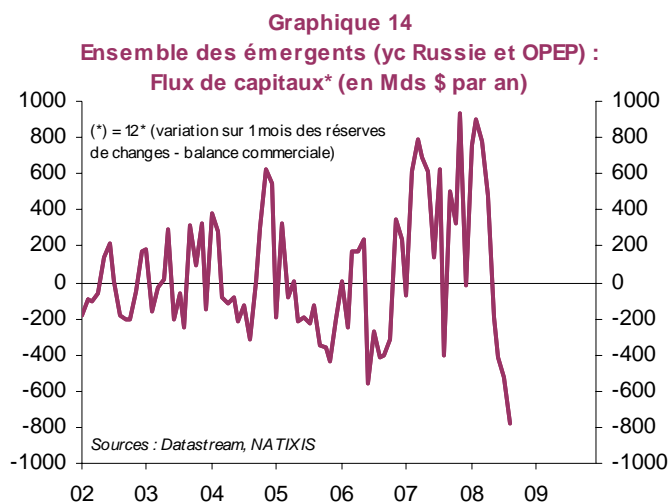
La réappréciation du dollar depuis le début de 2008 coïncide avec la forte hausse de l'aversion pour le risque des pays émergents (**graphiques 13a-13b**). Il en résulte de fortes **sorties de capitaux** depuis les émergents (**graphique 14**) qui sont rapatriés vers les Etats-Unis et expliquent la remontée du dollar.

Graphique 13a
Taux de change : dollar contre euro

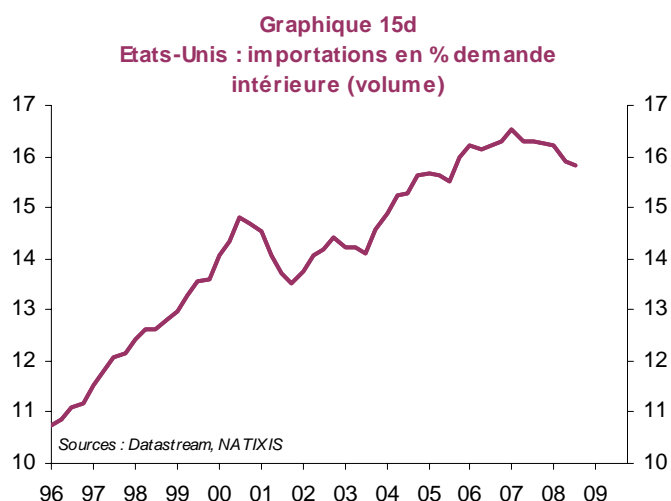
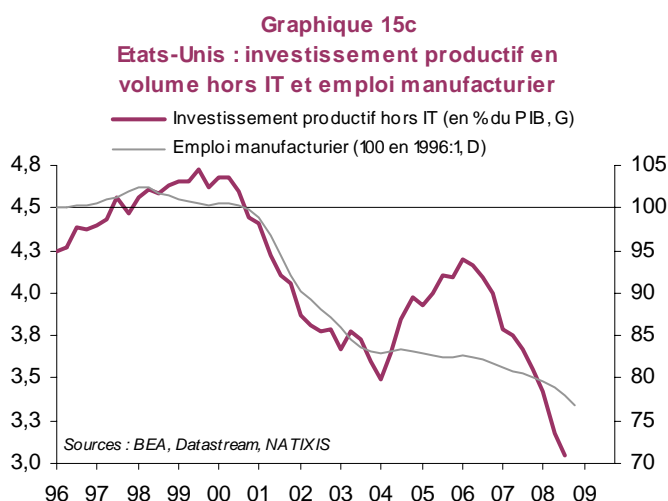
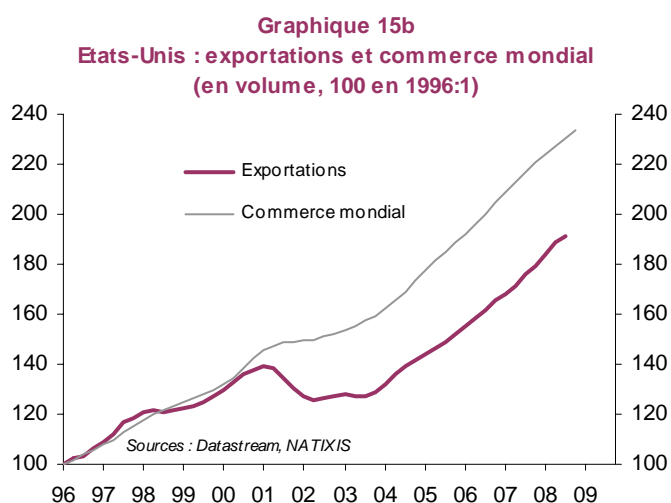
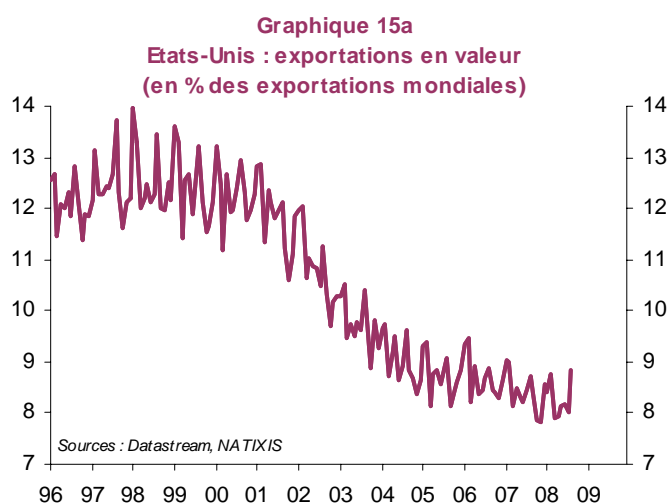


Graphique 13b
Spread EMBI+ et indice boursier émergents



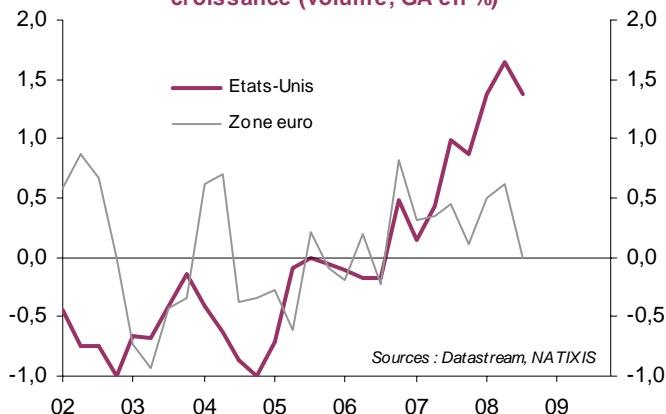


La remontée du dollar va amplifier **la faible capacité à exporter des Etats-Unis (graphiques 15a-15b)**, liée à la dégradation de la situation de l'industrie traditionnelle (faible investissement, pertes d'emplois avec les délocalisations, **graphique 15c**), et les **pertes structurelles de parts de marché sur le marché intérieur des Etats-Unis (graphique 15d)**.

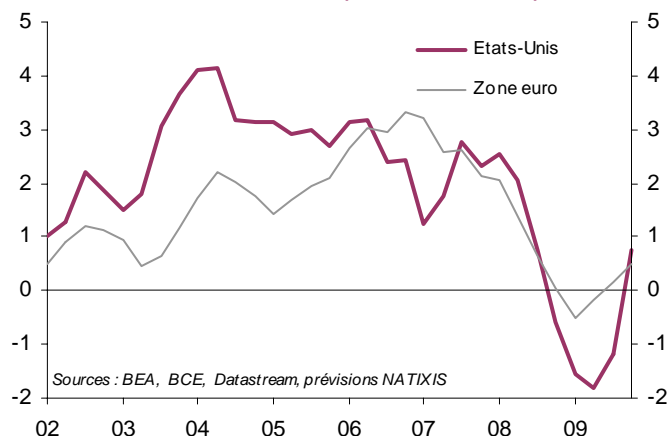


On doit donc s'attendre à ce que le soutien de la croissance par le commerce extérieur, qui était plus important aux Etats-Unis que dans la zone euro depuis le début de la crise (graphique 16), devienne au contraire plus important dans la zone euro.

Graphique 16
Contribution du commerce extérieure à la croissance (volume, GA en %)



Graphique 17
Croissance du PIB (volume, GA en %)



Synthèse : malgré les handicaps structurels de la zone euro, la crise sera sans doute plus grave aux Etats-Unis

Les Etats-Unis résistent normalement mieux aux crises que la zone euro grâce :

- à des politiques économiques plus violemment contracycliques (même si aujourd'hui la politique monétaire reste d'être peu efficace dans un contexte de désendettement) ;
- à un marché du travail plus flexible, permettant de ramener les chômeurs plus rapidement à l'emploi ;
- à un taux d'endettement plus faible des entreprises, avec la hausse des primes de risque qu'elles doivent payer.

D'un point de vue structurel, joue en sens inverse **la faible capacité à exporter** et les pertes de parts de marché intérieur **des Etats-Unis**, renforcées par l'appréciation du dollar.

Mais surtout **la gravité du choc est dans cette crise, beaucoup plus forte aux Etats-Unis :**

- l'arrêt de la hausse de l'endettement des ménages y réduit nettement plus le niveau de la demande des ménages ;
- l'amplification de la crise par l'interaction défauts des ménages – baisses des prix de l'immobilier, est beaucoup plus importante que dans la zone euro.

Au total, il paraît normal de prévoir une dépression de l'activité plus forte aux Etats-Unis que dans la zone euro (graphique 17).