NATIXIS

Flash
Économie

22 octobre 2009 - N° 474

Comment peut-on être optimiste sur les Etats-Unis ?

Certains prévisionnistes sont très optimistes quant aux perspectives de croissance aux Etats-Unis. Il est évident qu'ils oublient les nombreux facteurs qui vont freiner durablement la croissance des Etats-Unis :

- ***le besoin d'un désendettement durable du secteur privé ;***
- ***l'incapacité des Etats-Unis à remplacer la demande intérieure par les exportations donc la poursuite de la « descente en gamme » des Etats-Unis ;***
- ***la baisse des salaires due à l'effort des entreprises pour restaurer leur profitabilité et l'évolution de la structure des emplois ;***
- ***l'exode des capitaux, d'entreprise et financiers ;***
- ***la hausse inévitable de la pression fiscale pour réduire les déficits publics ;***
- ***la dégradation des termes de l'échange, avec l'affaiblissement du dollar et la hausse des prix des matières premières.***

RECHERCHE ECONOMIQUE
Rédacteur :
Patrick ARTUS

Certains économistes sont optimistes sur les perspectives de croissance aux Etats-Unis

Le **tableau 1** montre quelques **prévisions de croissance pour les Etats-Unis. On voit une grande dispersion** : de 1 à 3 % pour 2010, de 2 à 4 ½ % pour 2011.

Tableau 1
Prévisions de croissance 2009-2011 pour les Etats-Unis

	2009	2010	2011
NATIXIS	-2,5	1,4	2,1
FMI	-2,7	1,5	2,8
OCDE	-2,8	0,9	nd
Administration OBAMA	-3,2	2	3,8
Reserve Federale	de -1,5 à -1	de 2,1 à 3,3	de 3,8 à 4,6
Consensus Forecast	-2,6	2,4	nd
Goldman Sachs	-2,5	2	nd
Merill Lynch	-2,6	3	nd
Morgan Stanley	-2,5	2,7	nd
JP Morgan	-2,4	3,2	nd

Source : Natixis

L'optimisme nous paraît extrêmement déplacé en ce qui concerne les perspectives de croissance aux Etats-Unis en raison des **nombreux facteurs qui vont affecter négativement la croissance des Etats-Unis.**

1. **besoin de désendettement durable ;**
2. **incapacité des Etats-Unis à remplacer la demande intérieure par les exportations**, donc poursuite de la « descente en gamme » de l'économie ;
3. **baisse des salaires ;**
4. **sorties de capitaux ;**
5. **hausse inévitable dans le futur de la pression fiscale ;**
6. **dégradation des termes de l'échange.**

#1 : Besoin d'un désendettement durable

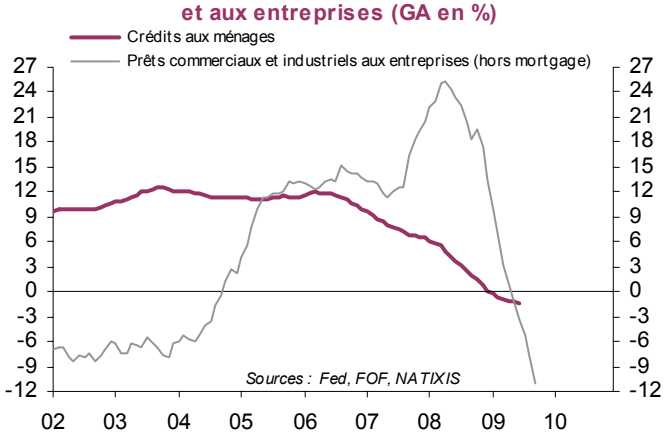
On observe maintenant aux Etats-Unis **un désendettement rapide à la fois des ménages et des entreprises (graphique 1a),** dont **nous pensons qu'il sera durable** pour beaucoup de raisons :

- **très forte hausse des défauts** pendant la crise **(graphiques 1b/1c)** en raison du niveau élevé d'endettement atteint **(graphique 1d). Cette hausse des défauts et des saisies de maisons se poursuit aujourd'hui (graphique 1e) ;**

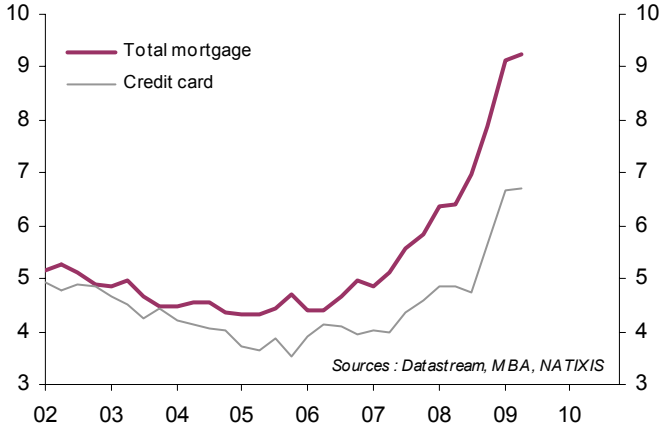
- **chute de la richesse** immobilière et financière **(graphiques 1f/1g)** qui réduit la capacité d'endettement ;

- **arrêt de la titrisation (graphique 1h),** qui réduit la capacité des banques à prêter.

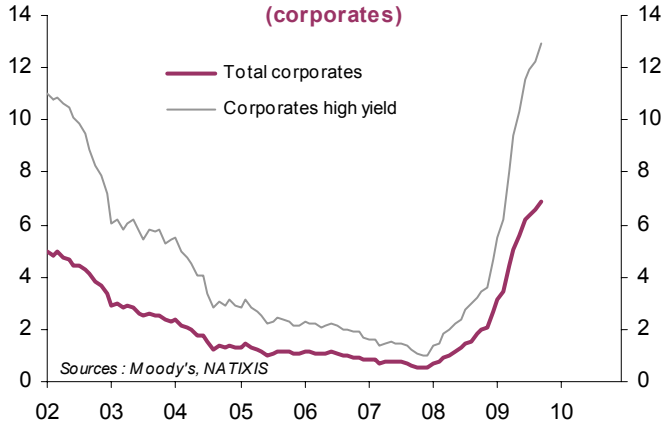
Graphique 1a
Etats-Unis : crédits aux ménages et aux entreprises (GA en %)



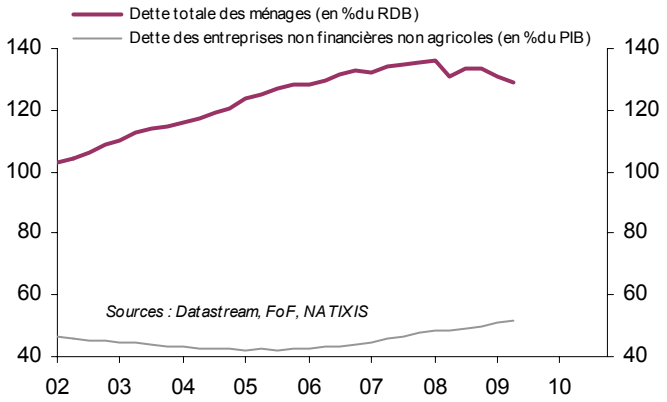
Graphique 1b
Etats-Unis : taux de défaut des ménages



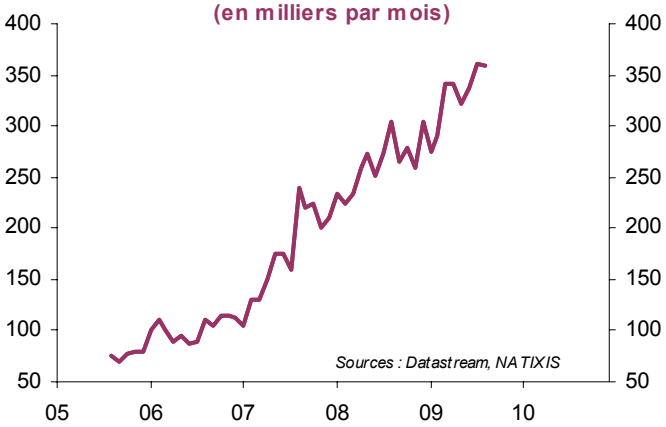
Graphique 1c
Etats-Unis : taux de défaut des entreprises (corporates)



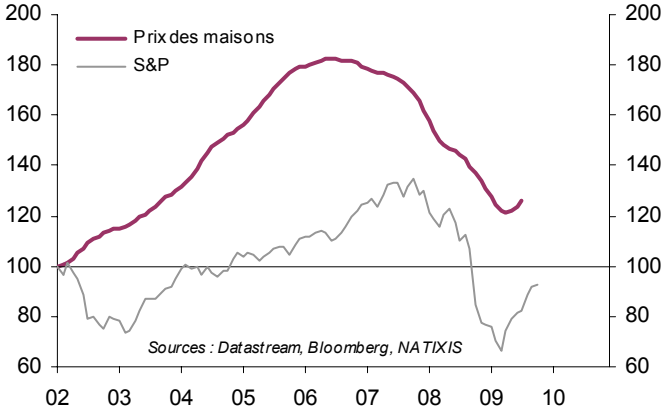
Graphique 1d
Etats-Unis : dette des ménages et des entreprises



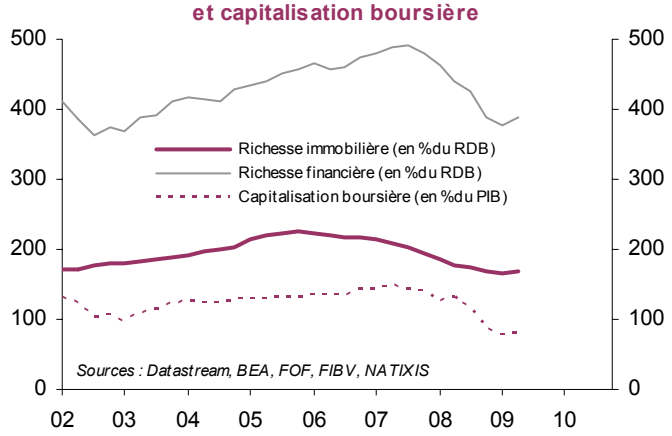
Graphique 1e
Etats-Unis : nombre de maisons saisies (en milliers par mois)



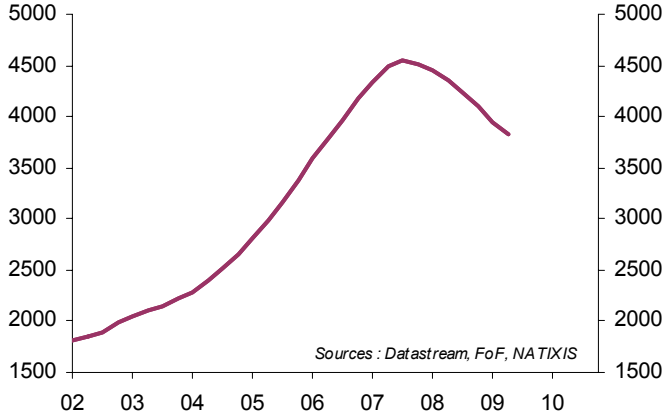
Graphique 1f
Etats-Unis : prix des maisons et indice boursier (100 en 2002:1)



Graphique 1g
Etats-Unis : richesse des ménages et capitalisation boursière



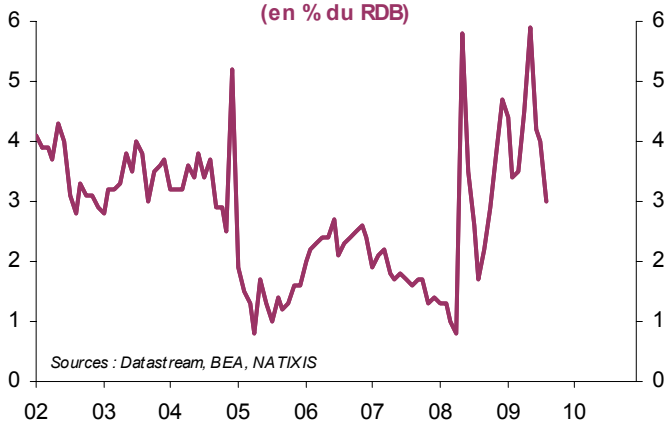
Graphique 1h
Etats-Unis : encours d'ABS (en Mds de $)



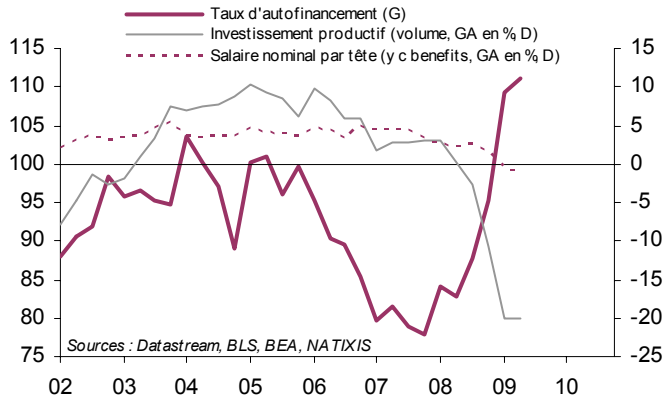
Si les ménages et les entreprises aux Etats-Unis continuent à se désendetter, on va continuer à observer :

- **une remontée du taux d'épargne des ménages (graphique 1i) ;**
- **une remontée du taux d'autofinancement des entreprises**, ce qui implique à la fois **un moindre investissement** et **une pression à la baisse sur les salaires** pour accroître la profitabilité **(graphique 1j), ce qui est clairement l'évolution observée.**

Graphique 1i
Etats-Unis : taux d'épargne net des ménages (en % du RDB)



Graphique 1j
Etats-Unis : taux d'autofinancement, investissement productif et salaire par tête



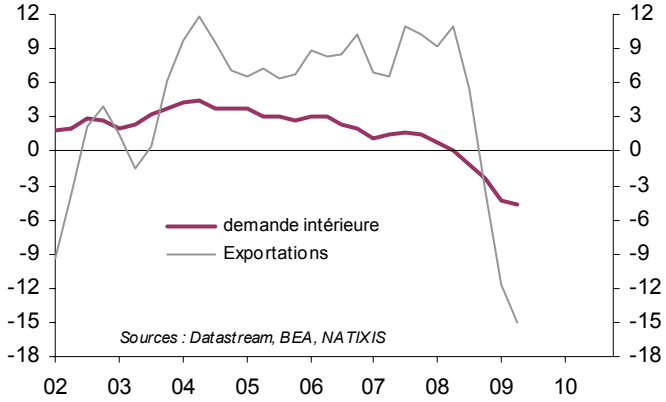
#2 : Incapacité des Etats-Unis à remplacer la demande intérieure par les exportations

Certains avancent que la remontée de l'épargne aux Etats-Unis due au désendettement (voir ci-dessus), qui implique une faiblesse durable de la demande intérieure **(graphique 2a) sera compensée par une croissance plus rapide des exportations des Etats-Unis.**

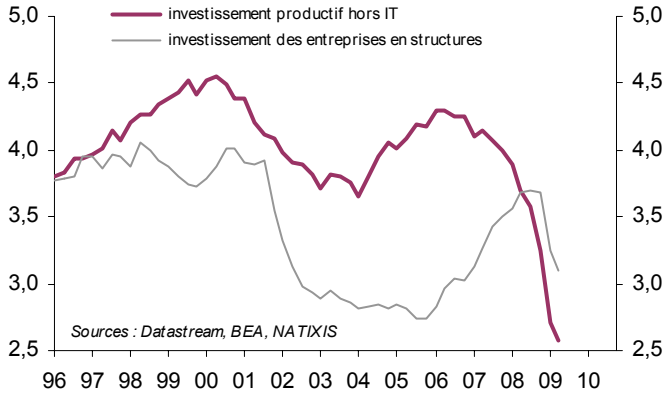
Cette thèse n'est absolument pas crédible. Les Etats-Unis ont considérablement sous-investi dans l'industrie depuis longtemps (graphique 2b), ce qui explique leurs **continuelles pertes de marché à l'exportation (graphiques 2c/2d)**, et correspond à un fort mouvement **de délocalisation de l'industrie américaine,** visible à l'évolution des investissements directs et de l'emploi **(graphique 2e).**

Cette dégradation de la situation de l'industrie manufacturière aux Etats-Unis ne peut pas s'inverser rapidement. Il faut rappeler de plus que l'industrie et les services **des nouvelles technologies** aux Etats-Unis n'ont qu'une faible contribution au commerce extérieur du pays **(graphique 2f).**

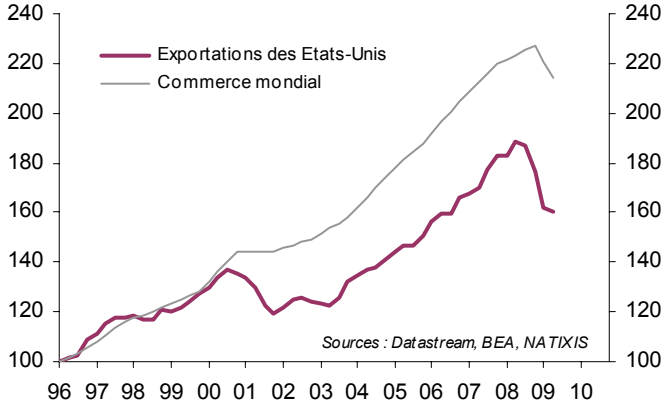
Graphique 2a
Etats-Unis : demande interieure et exportations (volume, GA en %)



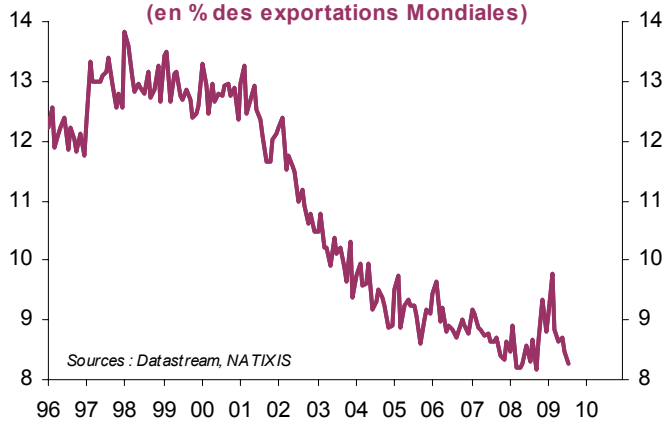
Graphique 2b
Etats-Unis : investissements des entreprises (volume, en % du PIB)



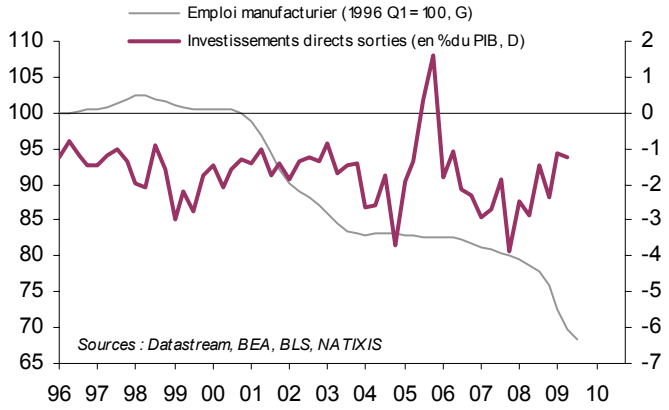
Graphique 2c
Exportations des Etats-Unis et commerce mondial (volume, 100 en 1996:1)



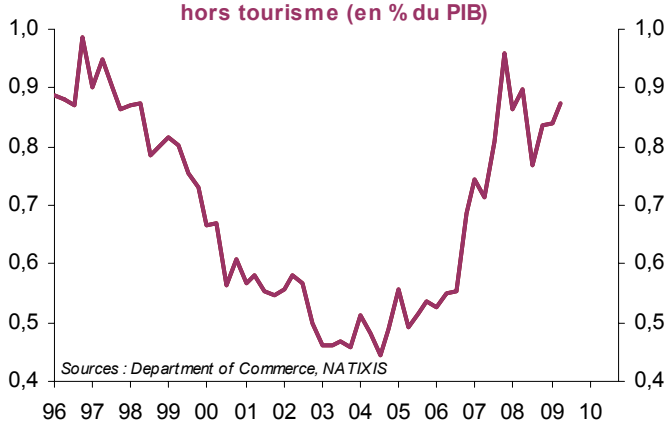
Graphique 2d
Etats-Unis : exportations en valeur (en % des exportations Mondiales)



Graphique 2e
Etats-Unis : investissements directs à l'étranger et emploi manufacturier



Graphique 2f
Etats-Unis : balance commerciale des services hors tourisme (en % du PIB)

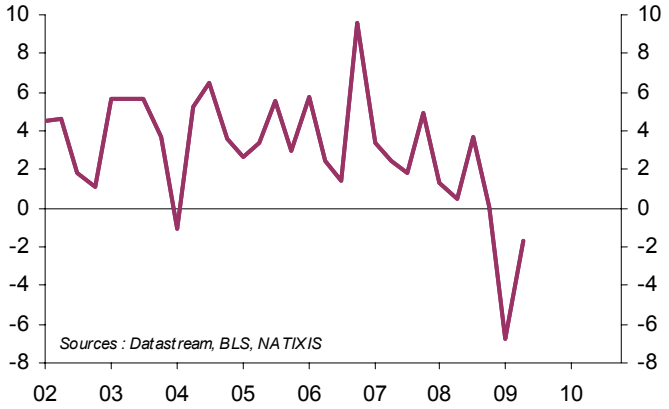


#3 Baisse des salaires

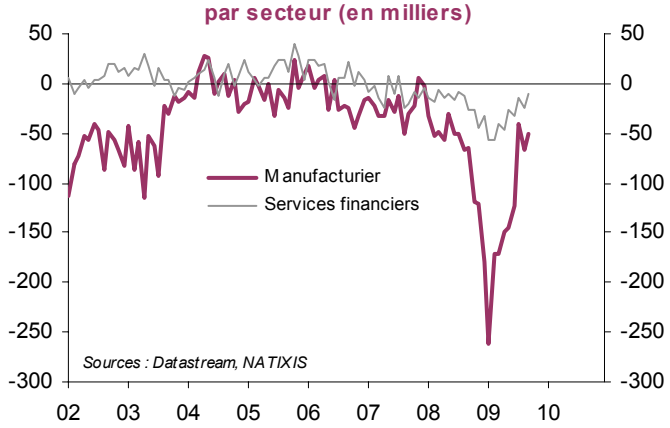
On l'a déjà vu plus haut, on observe dans ce cycle économique **une baisse des salaires aux Etats-Unis (graphique 1i, graphique 3a)** qui résulte de la forte flexibilité du marché du travail, de la volonté de reconstitution des marges bénéficiaires par les entreprises, de la destruction d'emplois à revenus élevés dans l'industrie, dans les services financiers **(graphique 3b).**

La faiblesse **des revenus salariaux réels** est donc renforcée **(graphique 3c)** et cette évolution va se poursuivre avec **la déformation à venir du partage des revenus au détriment des entreprises (graphique 3d)** due à la faible position de négociation des salariés.

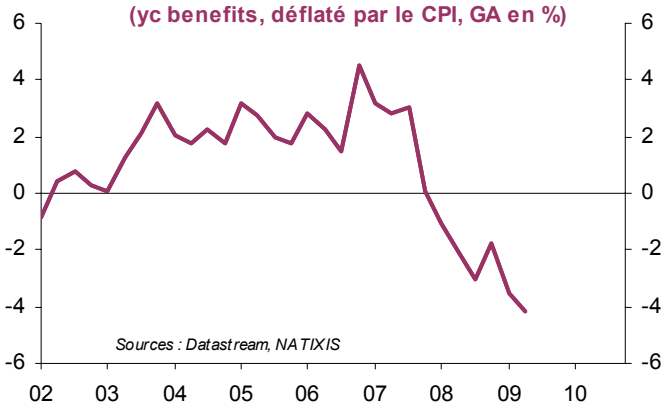
Graphique 3a
Etats-Unis : salaire nominal par tête yc benefits Q/Q en % annualisé



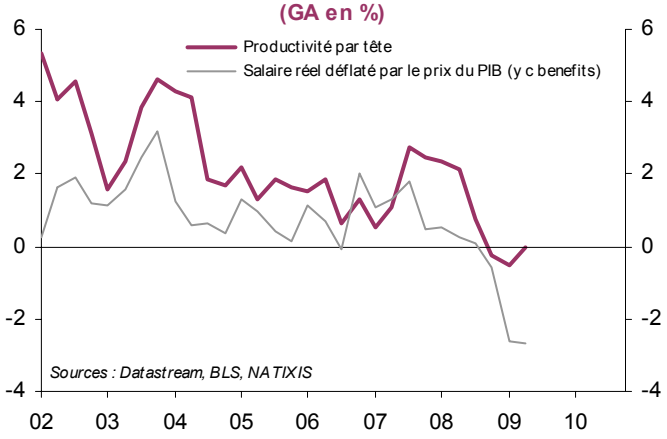
Graphique 3b
Etats-Unis : variation mensuelle de l'emploi par secteur (en milliers)



Graphique 3c
Etats-Unis : masse salariale réelle reçue par les ménages (yc benefits, déflaté par le CPI, GA en %)



Graphique 3d
Etats-Unis : productivité et salaire par tête (GA en %)



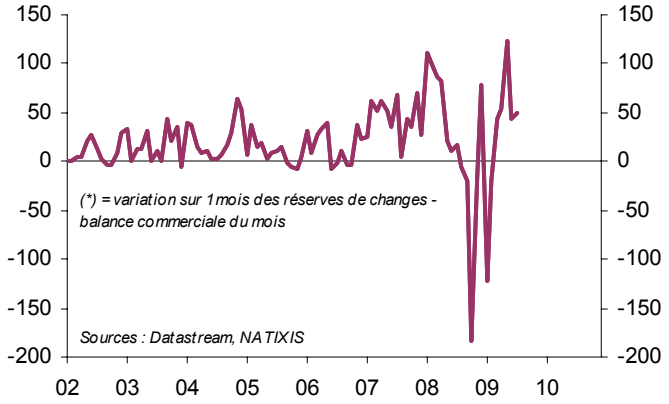
#4 Sorties de capitaux

Les Etats-Unis sont aussi affectés par **des sorties de capitaux privés** de tous types :

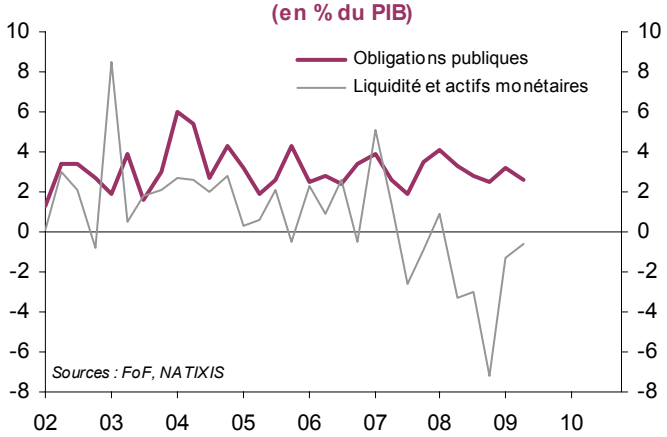
- **investissements directs d'entreprise** (**graphique 2e** plus haut) ;
- **investissements financiers vers les pays émergents (graphique 4a).**

Ces capitaux **sont recyclés ensuite vers les Etats-Unis par les Banques Centrales des pays émergents essentiellement sous la forme de titres publics** (de toutes maturités) qui constituent l'essentiel des réserves de change de ces pays, d'où les achats d'obligations publiques par les non résidents **(graphique 4b). Ces sorties de capitaux privent donc les entreprises américaines de financement**, et contribuent à la substitution de la demande publique (alimentée par les achats de titres publics par les Banques Centrales) à la demande privée.

Graphique 4a
Flux de capitaux des émergents hors Russie et OPEP* (en Mds de $ par mois)



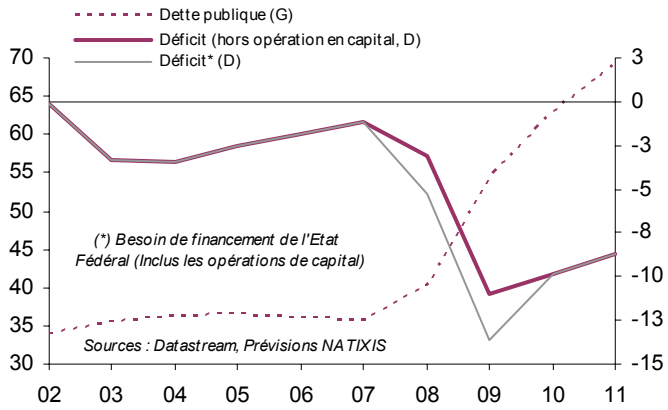
Graphique 4b
Etats-Unis : achats nets par les non résidents (en % du PIB)



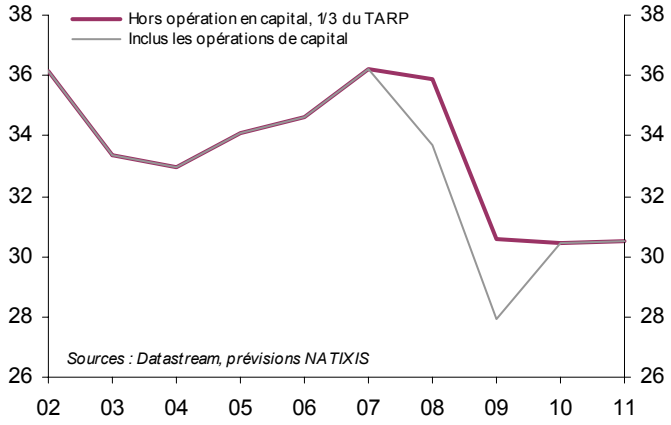
#5 : Hausse future de la pression fiscale

Les déficits publics vont rester très élevés aux Etats-Unis et le taux d'endettement public va continuer à augmenter (graphique 5a). Dans le scénario de croissance modeste qui est le nôtre, la croissance ne fera pas baisser les déficits, et **il est extrêmement probable que l'administration devra se résoudre à accroître la pression fiscale** (**graphique 5b** : taxation des revenus du capital, des plus hauts revenus, des plus values ; peut être TVA…). La hausse de la pression fiscale contribue bien sûr à l'affaiblissement de la demande.

Graphique 5a
Etats-Unis : déficit public et dette publique (en % du PIB)



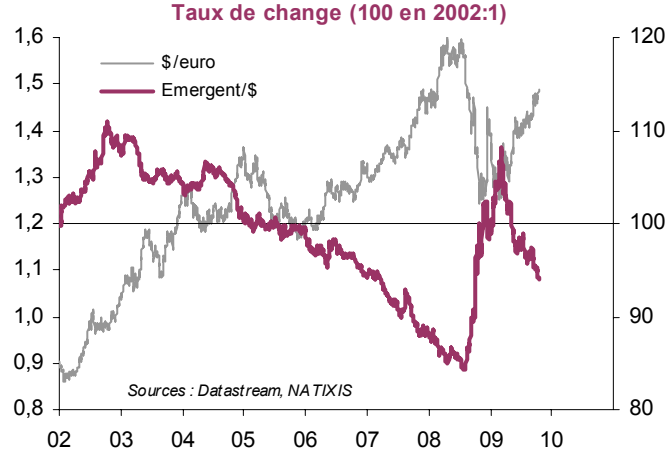
Graphique 5b
Etats-Unis : pression fiscale (en % du PIB)



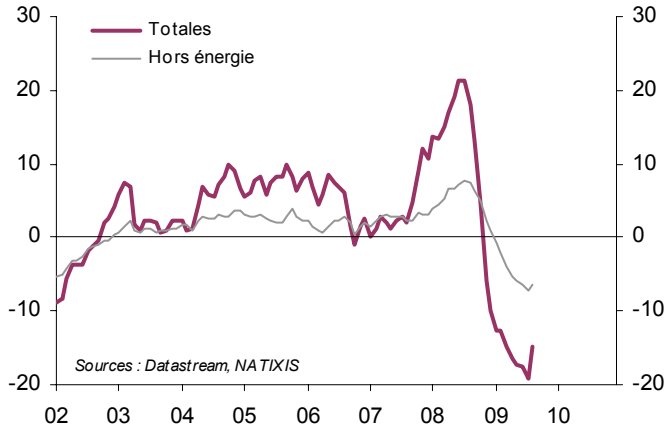
#6 Dégradation des termes de l'échange

La faiblesse des taux d'intérêt aux Etats-Unis explique **la faiblesse à nouveau du dollar** depuis le début de 2009 **(graphique 6a)** qui s'explique par **les flux de capitaux des Etats-Unis vers les pays émergents** (**graphique 4c** plus haut), ce qui va se poursuivre **et va donc dégrader les termes de l'échange des Etats-Unis après la période d'amélioration due à la baisse des prix des matières premières** ; ce qui, dans le futur, sera aussi amplifié **par la hausse inévitable des prix des matières premières (graphique 6c).**

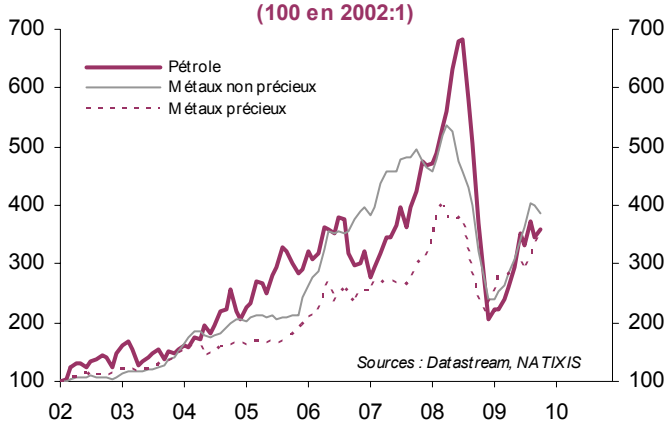
Graphique 6a
Taux de change (100 en 2002:1)



Graphique 6b
Etats-Unis : prix des importations (GA en %)



Graphique 6c
Prix spot des matières premières en dollars
(100 en 2002:1)



Synthèse : une croissance qui ne peut être que modeste aux Etats-Unis

Nous pensons **qu'il est impossible qu'une croissance forte revienne aux Etats-Unis** en raison des facteurs évoqués ci-dessous :

- désendettement durable, poursuite de la hausse des défauts ;
- incapacité à exporter davantage ;
- baisse des salaires ;
- sorties de capitaux ;
- hausse dans le futur de la pression fiscale ;
- dégradation des termes de l'échange.