



## Etats-Unis

### Problème (de) potentiel

- La Fed s'inquiète clairement des risques qui pèsent sur les perspectives économiques américaines.
- La conjoncture mondiale n'est certes pas porteuse, mais les Etats-Unis sont une économie très fermée, et les épisodes de ralentissement sont plus souvent initiés par des chocs exogènes ou une politique monétaire trop restrictive.
- L'asymétrie des risques à la frontière des taux zéro est le sujet d'inquiétude de la Fed.
- Pour notre part, plus que le risque de récession à court terme, c'est le ralentissement de la croissance potentielle qui nous préoccupe.

Après avoir initié la normalisation de sa politique monétaire en décembre 2015, la Fed a décidé de faire une pause qui semble devoir durer, les membres du FOMC n'anticipant plus que deux hausses de taux en 2016. Comme le confirmait Janet Yellen en préambule de la conférence de presse du 16 mars, la décision du statu quo monétaire reflète « l'évaluation des perspectives et des risques associés ». La Fed s'inquiète clairement des risques qui pèsent sur les perspectives économiques américaines. La conjoncture mondiale n'est certes pas porteuse, mais les Etats-Unis sont une économie très fermée et, généralement, quand les périodes d'expansion prennent fin, c'est sous le jeu de facteurs internes (*policy-mix* restrictif, excès à purger) ou d'un choc exogène (notamment sur les prix du pétrole) dont l'occurrence est par nature imprévisible. Alors de quoi la Fed s'inquiète-t-elle exactement ?

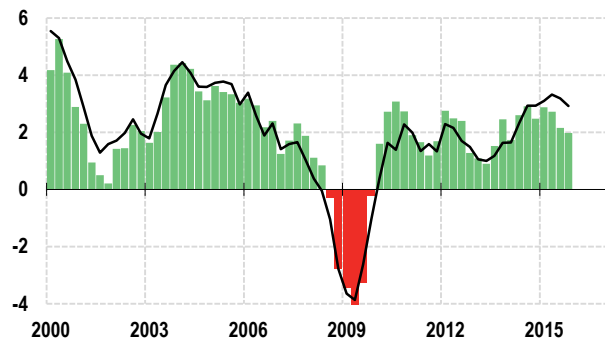
#### Une économie fermée

En mars, le communiqué de presse du FOMC ne laissait place à aucune ambiguïté : « les évolutions de la conjoncture mondiale [...] font peser des risques ». Il est en effet difficile de trouver une zone du monde où le dynamisme est d'actualité. Pourtant, le commerce extérieur importe peu pour l'économie américaine. En volume, les exportations représentaient moins de 13% du PIB en 2015, contre près de 72% pour les dépenses des ménages. Le degré d'ouverture des Etats-Unis – mesuré par la somme des exportations et des importations rapportée au PIB – est l'un des plus faibles des pays développés, à 29% en 2015, contre 62% pour la France ou 90% pour l'Allemagne. On retrouve le faible poids du secteur manufacturier dans l'activité américaine, qu'on le mesure dans la production (12,1% en 2015) ou dans l'emploi salarié (8,7%).

De plus, si le ralentissement mondial est patent, confirmé il y a quelques semaines par le recul des émissions de gaz à effet de serre qu'on ne peut, malheureusement, pas entièrement attribuer à la croissance des énergies renouvelables, les performances des entreprises américaines à l'exportation sont restées relativement solides, et ce d'autant plus qu'elles ont dû s'accommoder d'une appréciation marquée du dollar. La progression des exportations reste ainsi positive en 2015, ne marquant qu'un ralentissement, à +1,1%

### La croissance se maintient

■ PIB (g.a., %) ; — Demande intérieure finale hors investissement pétrolier



Graphique 1

Source : US Bureau of Economic Analysis

en 2015, après une moyenne de 3,2% au cours des trois années précédentes.

Une certaine prudence est néanmoins nécessaire : les effets d'une appréciation peuvent se faire sentir avec retard. De même, plus que les performances passées, ce sont les perspectives qui dictent sa politique à la Fed. Mais on ne peut pas non plus ignorer des éléments rassurants. Au premier rang, le rebond des prix du pétrole qui donnera de l'air aux pays exportateurs. Puis, la stabilisation de la monnaie américaine qui n'aide pas uniquement les exportateurs américains, mais aussi la partie du monde émergent dont la dette est libellée en dollars ainsi que celle dont la monnaie est plus ou moins étroitement liée à la devise américaine. Un autre élément rassurant est le rebond du secteur manufacturier américain qui semble se confirmer, notamment au travers des enquêtes de l'ISM ou des différentes Fed régionales.

#### Quand l'emploi va, tout va

Les perspectives de croissance de la demande intérieure reposent avant tout sur la dynamique de l'emploi, à laquelle le revenu disponible des ménages est étroitement lié. Ici, l'optimisme est de mise : les créations d'emplois, après un léger passage à vide en janvier, ont retrouvé, en février et mars, un rythme mensuel de plus de 200 000. Par ailleurs, les salaires continuent leur accélération tendancielle, même si les performances demeurent modérées, notamment au regard de la faiblesse du taux de chômage (5% en mars). Les finances publiques ne sont plus un frein à la croissance, comme l'illustrent des effectifs et des dépenses qui ne reculent plus.

Si risque il y a, il vient des entreprises. En effet, les résultats ont marqué le pas. Après impôts et ajustés de la valorisation des stocks et de la dépréciation du capital, les profits ont reculé de 5,1% en 2015, une évolution qu'il faut toutefois lire à la lumière de la progression cumulée de 60% au cours des six années précédentes, période au cours de laquelle leur part dans le PIB a atteint des plus



hauts historiques. Par ailleurs, le secteur énergétique pèse : hors ces branches d'activité, les résultats ont stagné plutôt que reculé au deuxième semestre 2015, sachant que, sur l'année pleine, leur progression demeure solide (12,6%), après avoir doublé entre 2008 et 2014.

L'évolution des profits demeure tout de même préoccupante pour les perspectives d'investissement, alors que, par ailleurs, l'endettement a progressé rapidement ces dernières années. Selon les données de la Fed, la dette des entreprises non-financières, qu'elle soit bancaire ou de marché, a progressé de près de 6% par an depuis 2012, passant, en proportion de la valeur ajoutée brute, de 132% à 143% en 2015.

Davantage que la progression de l'endettement, c'est son utilisation qui est problématique. Les entreprises américaines ont continué de privilégier la distribution de dividendes et les rachats d'actions à l'investissement productif. En 2015, si les bénéfices ont reculé, les versements de dividendes ont continué de progresser, alors que l'investissement non résidentiel a stagné en proportion du PIB (à 13,5%).

De plus, cet investissement s'entend brut, soit la somme du remplacement du capital existant et de la constitution de nouvelles capacités de production. En net, hors remplacement des structures vieillissantes, il n'a que faiblement progressé depuis 2009 (il était alors négatif), pour atteindre un point haut cyclique au début de 2015, et se replier ensuite (de 3,2% à 2,8%). Ce constat est inchangé lorsqu'on exclut les dépenses en infrastructures pétrolières.

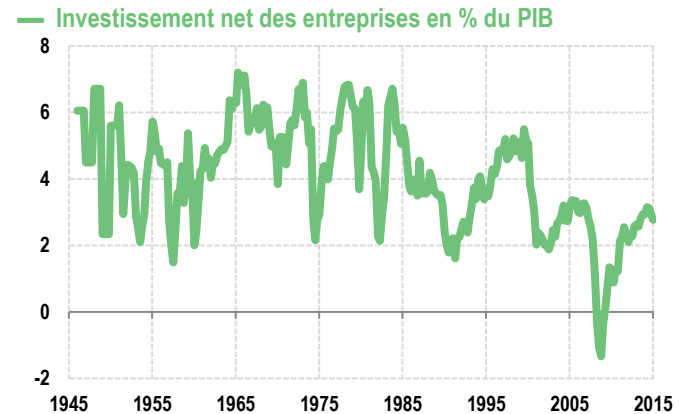
Cette faiblesse de l'investissement est problématique, notamment pour les gains de productivité. Entre 2011 et 2015, la productivité du travail n'a progressé que de 0,5% par an, contre 2,3% l'an au cours des cinq années qui ont précédé la crise de 2007-2009 et une moyenne de 3,2% au sortir de la récession de 2001.

**Perspectives globalement stables...**

Dire que le risque de récession augmente de jour en jour aux Etats-Unis est une lapalissade : plus un cycle dure, plus il s'approche de son terme... L'actuelle phase d'expansion, débutée en juillet 2009, est déjà longue de 26 trimestres. Les trois précédents épisodes avaient atteint 30 trimestres (entre 1982 et 1990), 40 trimestres (entre 1991 et 2001) et 24 trimestres (entre 2001 et 2007). De là à prévoir avec précision quand la prochaine contraction de l'activité aura lieu, il y a un pas que nous ne franchissons pas. Depuis le début des années 1970, les récessions ont été initiées soit par un choc pétrolier, soit par une politique monétaire trop restrictive, et ce qui a dicté leur durée et leur ampleur a été l'étendue des excès à purger. Les récessions limitées ne se soldent que par un apurement des stocks, alors que la correction d'un excès d'investissement est plus longue et qu'une crise de surendettement mène aux contractions les plus violentes et les plus prolongées, laissant généralement place à des reprises molles.

Aujourd'hui, il est difficile de parler d'excès. L'endettement des ménages est tombé au plus bas depuis quinze ans environ, passant de près de 130% du revenu disponible en 2007 à 103% en 2015. Comme nous l'avons vu plus haut, les entreprises sont très loin

**Investissement faible**



Graphique 2 Sources : BEA, Federal Reserve

d'avoir surinvesti, alors que leur ratio d'endettement demeure environ 10 points en dessous du niveau de 2009.

Reste le niveau de leurs stocks. Ces derniers ont bondi, notamment en proportion des ventes, à partir du printemps 2014, une évolution qui a été initiée dans le commerce de gros avant de s'étendre au commerce de détail puis au secteur manufacturier. La progression des stocks a connu une forte décélération, ce qui peut, au moins partiellement, expliquer le ralentissement de la production manufacturière. Si la reprise du secteur industriel se confirme dans les mois à venir, on pourra en conclure que l'économie américaine aura purgé son seul excès.

**... mais des risques asymétriques**

Si, au vu de ces éléments, le risque de récession semble limité, du moins celui d'une contraction prolongée de l'activité, les moyens de la Fed pour lutter contre un ralentissement ne sont pas beaucoup plus nombreux. C'est pourquoi on parle de risques asymétriques à la frontière des taux zéro : alors qu'une accélération subite de l'activité fermerait plus rapidement que prévu l'*output gap*, au risque de générer des tensions inflationnistes que la Fed sait combattre, un nouveau ralentissement serait d'autant plus difficile à contrer que les politiques conventionnelles sont largement indisponibles.

Plus que le risque de récession à court terme, c'est la croissance potentielle qui nous inquiète. Les évolutions démographiques contraignent la progression de la main d'œuvre disponible ; les entreprises freinent l'expansion du capital ; la productivité du travail peine à rester en territoire positif. Si l'*output gap* se ferme, c'est par le « mauvais bout », du fait d'une production potentielle moins dynamique.

Une des conséquences de ce phénomène est la faiblesse durable des taux d'intérêt, ce dont les membres du FOMC ont parfaitement conscience, comme l'illustrent les constantes révisions à la baisse de leurs projections de long terme du taux des fonds fédéraux. Dès lors, l'univers des possibles de la politique monétaire semble restreint : les taux ne peuvent plus monter si haut alors que la borne inférieure est réaffirmée à zéro. En effet, la Fed semble bien plus réticente que ses consœurs à ne serait-ce qu'envisager de passer les taux en territoire négatif.