

## Etats-Unis

### Un air de déjà vu

- La croissance déçoit sans surprendre au premier trimestre de 2016. Contrairement aux années précédentes, la faiblesse ne vient pas de chocs exogènes, météo ou grèves.
- En ligne avec un marché du travail dynamique, les dépenses des ménages résistent, et les dépenses publiques poursuivent leur redressement.
- L'investissement productif, en revanche, plonge. S'il faut y voir les conséquences d'une détérioration de la rentabilité des entreprises, ce sont les conséquences sur la productivité et la croissance potentielle qui sont inquiétantes.

Un premier trimestre de croissance quasi nulle : 2016 commence comme la plupart des dernières années. Les similitudes sont si importantes, qu'on pourrait être tenté de reprendre mot pour mot le commentaire d'il y a un an ou deux. Sauf que des différences importantes sont à souligner. La première d'entre elles est que les conditions météorologiques ne sont pas en cause en 2016. La deuxième est que la croissance à la fin de 2015 n'était pas particulièrement forte, avec une progression de l'activité limitée à 1,4% (taux trimestriel annualisé). La dernière, la moins anecdotique au final, tient aux composantes de la croissance, ou de son absence, au premier trimestre de 2016.

Le PIB a progressé de 0,5%, avec des contributions toutes orientées à la baisse : de la variation des stocks, du commerce extérieur, et de la demande intérieure finale. Cette dernière ne s'explique pas tant par les dépenses des ménages ou du secteur public que par celles des entreprises. Les dépenses publiques ont progressé à un rythme relativement proche de celui des précédents trimestres, et si les dépenses des ménages ont légèrement ralenti, elles demeurent solides, notamment l'investissement résidentiel.

En revanche, l'investissement non résidentiel recule pour le deuxième trimestre consécutif, voit même son glissement annuel passer dans le négatif et, ce, pour la première fois depuis la sortie de récession en 2009. A première vue, les dépenses en bâtiment non résidentiel (*structures* dans la comptabilité nationale américaine) sont la principale source de faiblesse. Mais pèsent sur cette composante de l'investissement des entreprises les dépenses liées à l'extraction de matières premières. Hors ces dernières, le bâtiment non résidentiel se porte presque aussi bien que le résidentiel. C'est bien l'investissement productif, c'est-à-dire les dépenses en équipements et logiciels, qui se révèle la principale source de faiblesse. Ces dépenses reculent depuis la fin de 2015, à un rythme qui accélère au début de 2016. Les perspectives à court terme ne sont pas encourageantes, les nouvelles commandes de biens durables (hors matériels militaires et industrie aéronautique) étant demeurées inchangées en mars après un fort recul en février.

Ce déficit d'investissement est préoccupant en termes de gains de productivité du travail. Cette dernière progresse à peine (0,5% l'an en moyenne) depuis 2011 et le retour à un certain dynamisme du

### Croissance et composantes

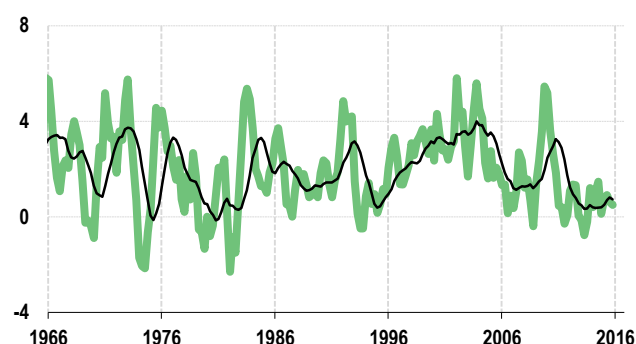
	2016T1	2015T4	2015T3
<b>PIB</b>	<b>0,5</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>
Demande intérieure finale	1,3	1,7	2,9
Consommation des ménages	1,9	2,4	3,0
Dépenses publiques	1,2	0,1	1,8
<b>FBCF</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,4</b>	<b>3,7</b>
Résidentiel	14,9	10,1	8,2
Non résidentiel	-5,8	-2,1	2,6
Équipement et logiciels	-8,6	-2,1	9,9
Structures	-10,6	-5,1	-7,2
Propriété intellectuelle	1,7	-0,1	-0,8
Variation des stocks (contrib.)	-0,4	-0,2	-0,7
Exportations nettes (contrib.)	-0,4	-0,1	-0,3
Exportations	-2,6	-2,0	0,7
Importations	0,2	-0,7	2,3

Tableau 1

Source : US Bureau of Economic Analysis

### Secteur productif non agricole

— Productivité (glissement annuel, %) — Moyenne mobile sur 2 ans



Graphique 1

Source : US Bureau of Labor Statistics

marché du travail. Cette faiblesse conduit à une progression des coûts unitaires du travail malgré la modération des salaires, expliquant une partie du ralentissement des marges bénéficiaires. De plus, accompagnée de l'appréciation du dollar, elle conduit à une détérioration de la compétitivité externe des Etats-Unis, dans un contexte de croissance mondiale déprimée.

Entre une volonté de s'éloigner autant et aussi vite que possible de la frontière des taux zéro, un marché du travail qui se tend et des perspectives détériorées à moyen terme, le dilemme de la Fed est grand. Lors de la dernière réunion du FOMC, c'est sans surprise que le *statu quo* monétaire a été prolongé malgré la dissension d'Esther L. George (Fed de Kansas City). Si beaucoup se sont réjouis de la décision de ne plus mentionner les risques liés à la croissance mondiale, une analyse plus pessimiste est possible : une montée des risques intérieurs plus qu'une atténuation des risques extérieurs pourrait tout aussi bien expliquer cette décision.