RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

05 juin 2013

CONJONCTURE

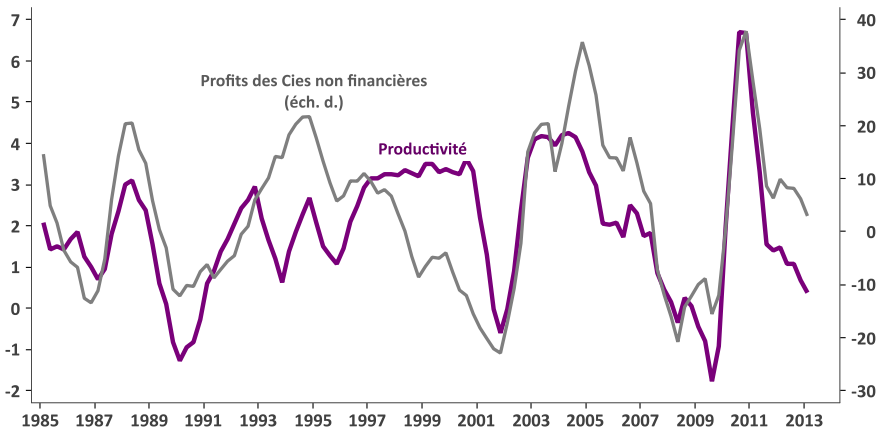
Économie américaine, ne nous emballons pas !

Après un début d'année marqué par un regain d'incertitude, un vent d'optimisme souffle à nouveau sur les perspectives américaines. Celui-ci est assez légitime au regard de la bonne résistance de la croissance au durcissement de la politique budgétaire et fiscale, de la poursuite de la reprise immobilière et du caractère toujours très accommodant de la politique monétaire de la Fed. Mais ne nous emballons pas ! Les données économiques récentes ne sont pas plus encourageantes qu'elles ne l'étaient à la fin de l'année derniere. Le ralentissement des gains de productivité et ce qu'il augure en matière de croissance des profits, d'investissement et d'emploi pour les prochains trimestres pourrait, en particulier, se traduire par un nouveau coup de mou de la croissance au second semestre. Avec un policy-mix dorénavant moins accommodant, les conditions pour une impulsion digne d'une véritable reprise ne sont toujours pas en place. Ceci a plusieurs conséquences sur notre sentiment :

- une certaine réserve quant aux perspectives de changement imminent de politique monétaire, associée à la crainte d'un retrait trop rapide du soutien de la Fed,
- un faible degré d'inquiétude sur l'évolution du marché obligataire américain et le cours de l'euro mais une relative prudence quant aux développements des marchés d'actions, susceptibles d'être plus vulnérables à des déceptions sur la croissance,
- une confiance très faible dans la capacité de l'économie américaine à retrouver son rôle de locomotive à l'échelle mondiale d'ici la fin de l'année.

Productivité et profits réels aux Etats-Unis

Glissement annuel lissé, en %



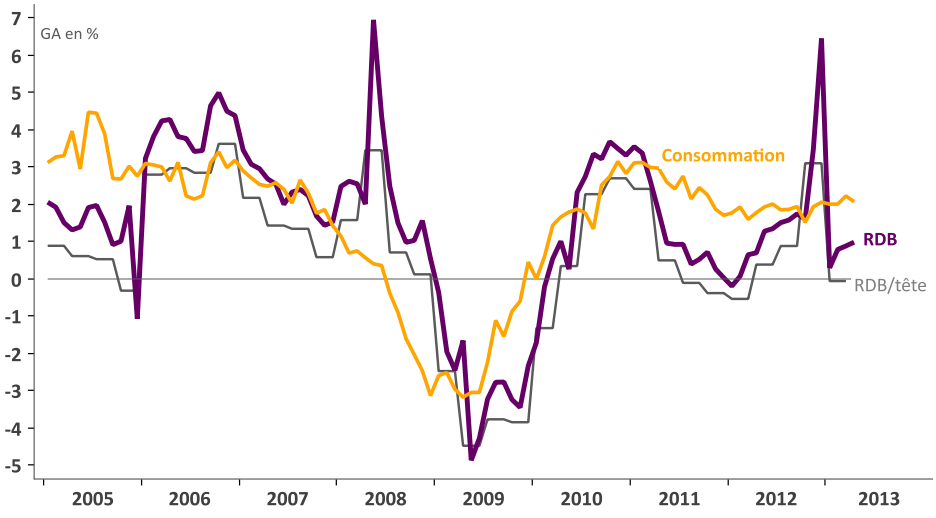
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La bonne tenue des marchés financiers pourrait bien être l'unique raison du regain d'optimisme des économistes

Le regain d'optimisme exprimé ces derniers temps sur la conjoncture américaine est surprenant au regard des indicateurs les plus récents. Revenons rapidement sur chacun d'entre eux.

- Le rebond de la croissance au premier trimestre, à 2,4 % en rythme annualisé après 0,4 % à la fin de l'année dernière, n'était pas une surprise et s'explique en grande partie par les bons chiffres de dépenses des ménages du seul mois de février. Ces dernières devraient être beaucoup plus contenues au deuxieme trimestre, à en juger par les indicateurs les plus récents de consommation, la faible croissance du revenu disponible et le bas niveau du taux d'épargne, redescendu à moins de 2,0 % aujourd'hui. Les autres composantes de la croissance étaient quant à elles plutôt décevantes : l'investissement non résidentiel a quasiment stagné, la croissance de l'investissement immobilier s'est tassée et les exportations nettes ont contribué légèrement négativement à la croissance. À la fin du premier trimestre, la croissance sur un an du PIB américain affichait toujours un maigre score de 1,8 %, quasiment inchangé par rapport à la fin de l'année dernière.

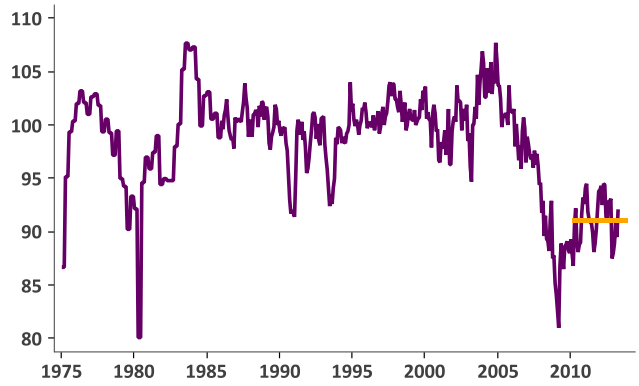
Revenu disponible brut réel et consommation des ménages américains, %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

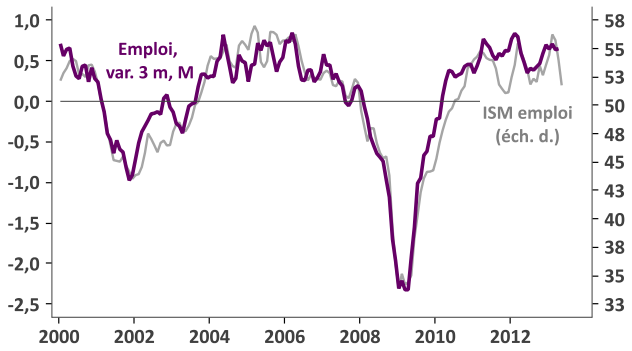
- Le reflux des inscriptions hebdomadaires au chômage doit être considéré avec prudence. La pertinence de ces données en matiere d'evolution de l'emploi s'est considerablement amoindrie au fur et à mesure de la baisse du taux de participation des Américains à la vie active et de leur sortie implicite des statistiques de chômage. Le doute est également alimenté par la détérioration des perspectives des entreprises sur l'emploi, ainsi que relaté par les enquêtes ISM et le bas niveau de confiance persistant des PME. Au total, aucun signe ne témoigne jusqu'à présent d'une amélioration possible du rythme de créations d'emplois qui risque plus vraisemblablement de continuer à refluer dans les tout prochains mois.

USA : climat des affaires dans les PME



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

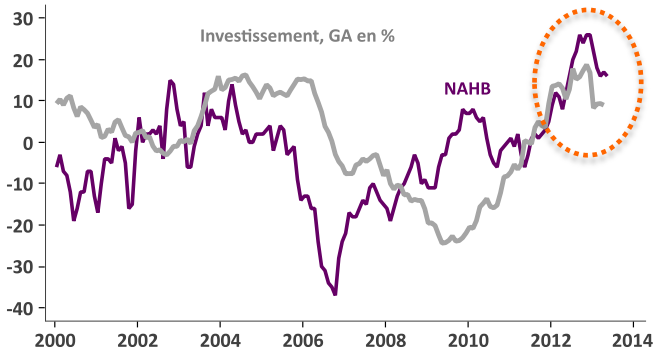
Emploi privé et composante synthétique de l'ISM emploi aux États-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

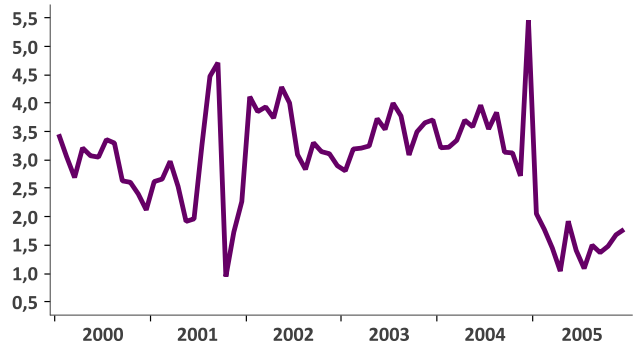
- Enfin, les bons chiffres sur l'immobilier valident ce que nous savions depuis quasiment un an : la reprise de l'immobilier est bel et bien en place. Pour autant, et de façon non surprenante après une année de rattrapage, les données en provenance de ce secteur sont généralement moins positives qu'elles ne l'étaient au second semestre 2012 : la croissance des mises en chantier et des permis de construire s'est légèrement tassée et le sentiment des professionnels du secteur s'est également replié. Si la hausse des prix souligne un approfondissement de la reprise, ses effets risquent fort de se limiter ce constat : **avec un taux d'épargne aussi faible qu'aujourd'hui, difficile en effet d'envisager de quelconques effets richesse susceptibles de doper la consommation sans accélération des gains de pouvoir d'achat, donc de l'emploi et des salaires.** Nous n'en sommes pas là.

Investissement privé dans la construction et confiance des professionnels de la construction (NAHB)



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux d'épargne des ménages américain, en % de leur revenu disponible



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

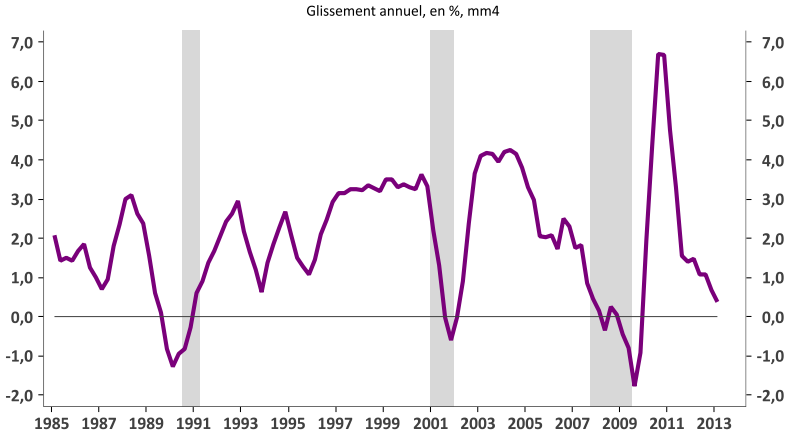
Force est dès lors de constater que le regain d'optimisme en place est difficile à justifier par les informations économiques nationales. C'est donc ailleurs qu'il faut chercher l'explication. Nous voyons ici deux sources possibles d'influence. La première est européenne, le relâchement de la politique d'austérité en zone euro étant un facteur d'apaisement des risques internationaux dont les perspectives américaines peuvent, à juste titre, profiter. La seconde pourrait être liée à un effet de diffusion de la bonne performance des marchés financiers sur le sentiment des économistes. Un tel phénomène ne serait pas surprenant compte-tenu de la déconnexion atypique entre la

sphère réelle et la sphère financière de ces derniers trimestres. D**ans un cas comme dans l'autre, l'emballement actuel risque fort cependant de donner lieu à déception.**

Le tassement des gains de productivité ne valide pas les attentes

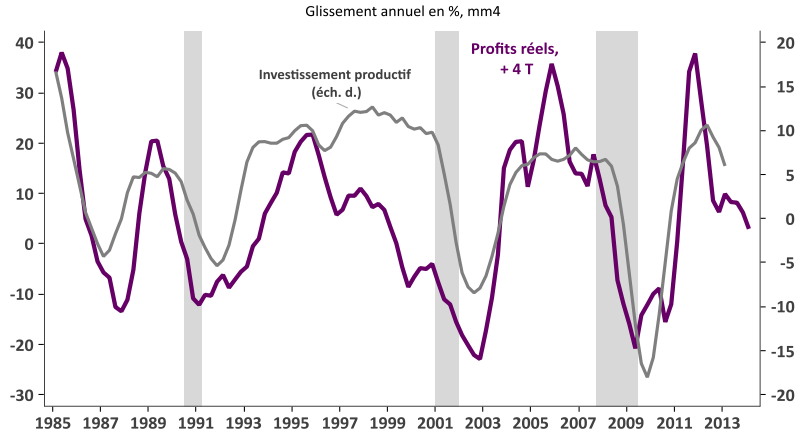
Car les tendances de la productivité ne sont guère réconfortantes. Ces dernières se sont en effet sensiblement détériorées ces derniers trimestres et n'augurent rien de très positif pour les tout prochains trimestres. Avec un taux de croissance annuel du PIB réel de 1,7 % et des créations d'emplois de 1,6 %, les gains de productivité se sont sensiblement rétrécis ces derniers trimestres, au point de légèrement décliner dans le secteur non-financier en début d'année. Une telle détérioration n'est pas bon signe, ni pour les profits des sociétés, dont le rythme de croissance s'est d'ores et déjà très nettement ralenti, ni pour les perspectives d'investissement et d'emploi, ainsi que le décrivent les graphiques ci-dessous.

Productivité des entreprises non financières



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance des profits réels et de l'investissement productif aux Etats-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le risque d'une action trop précipitée de la Fed existe

Au total, la tournure récente des indicateurs américains ne plaide guère pour un changement imminent de la politique de la Fed. Non seulement les perspectives d'activité restent, nous l'avons vu, incertaines, mais la croissance du crédit au secteur privé est encore fragile et les évolutions des salaires et des prix caractérisent plutôt un risque déflationniste.

C'est du côté financier, en particulier du fait des distorsions que crée la politique quantitative sur les prix d'actifs que se trouve la seule justification d'un éventuel changement de la politique de la Fed. Cette question divise les responsables monétaires américains et constitue un risque non négligeable d'atténuation trop précoce du soutien monétaire. Si tel venait à être le cas, la remontée des taux longs pourrait se révéler beaucoup plus contenue que généralement admis et peu durable compte-tenu des retombées économiques envisageables dans un tel cas de figure. Une telle rupture de politique pèserait en revanche beaucoup plus sérieusement sur les marchés d'actions à un moment où, nous l'avons vu, les perspectives bénéficiaires se détériorent.

Le scénario de normalisation positive, enchaînant amélioration des perspectives de croissance et retrait du soutien monétaire n'est donc pas encore à portée de mains. La Fed ne peut pas l'ignorer et devrait selon toute vraisemblance différer tout changement de sa stratégie. L'ensemble devrait être au total plus porteur pour l'euro que ne l'envisage aujourd'hui le consensus.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com