



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

31 janvier 2014

Economie américaine, les raisons de notre réserve au sujet de la Fed

L'inconfort que nous avons exprimé au sujet du changement de cap de la politique monétaire de la Fed trouve son origine dans une lecture des tendances en cours de l'économie américaine assurément moins confiante que généralement exprimé par le consensus. Alors que la publication des bons chiffres de croissance du quatrième trimestre 2013 risque de nous faire apparaître un peu plus en porte à faux, nous revenons ici sur ce qui continue à nous contrarier dans les développements récents de la conjoncture américaine. Ces points s'articulent autour des trois principaux sujets suivants :

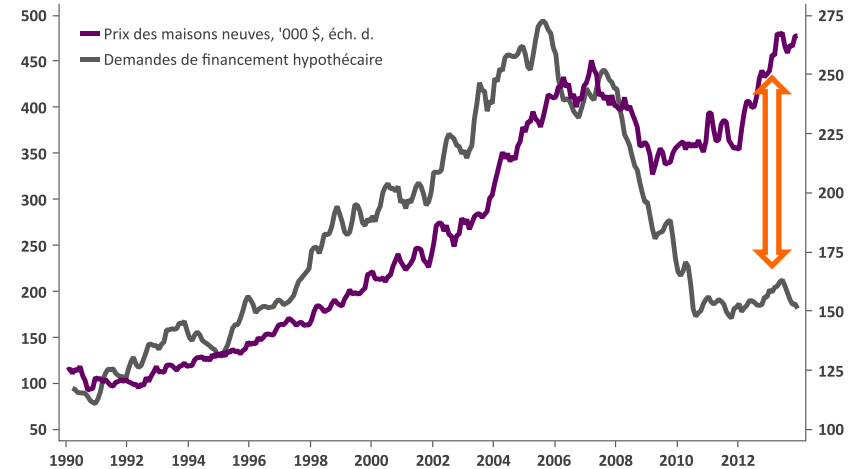
- Une perception de la reprise immobilière assurément différente de celle du consensus, les distorsions entre prix et volume d'activité constituant à notre sens une anomalie préoccupante pour la suite du cycle,
- Un scepticisme persistant sur le scénario prédominant d'une reprise de l'activité tirée par l'investissement des entreprises, dont nous ne voyons toujours pas le début de la concrétisation,
- Un inconfort face aux tendances escomptées du marché de l'emploi, dont l'embellie récente nous semble très fragile.

Immobilier : gare à ce que signifie la hausse des prix

La remontée des prix de l'immobilier a été spectaculaire ces deux dernières années conduisant à un retour sur les niveaux d'avant crise dans la plupart des segments du secteur. Perçu comme un témoin indiscutable d'une reprise solide, ce mouvement est aussi souvent considéré comme une source d'effets richesse à même de stimuler la croissance de la consommation, en l'absence de gains de pouvoir d'achat suffisants. Nous sommes assez inconfortables avec cette analyse.

- En premier lieu parce que, si les prix immobiliers ont fortement remonté, tel n'est pas le cas pour le crédit hypothécaire, dont le niveau stationne autour de plus bas atteints durant la période de crise, ni des mises en chantiers encore très inférieures à leur moyenne de long terme et proches des points bas de la récession de 1991.

Demandes de financements hypothécaires et prix immobiliers



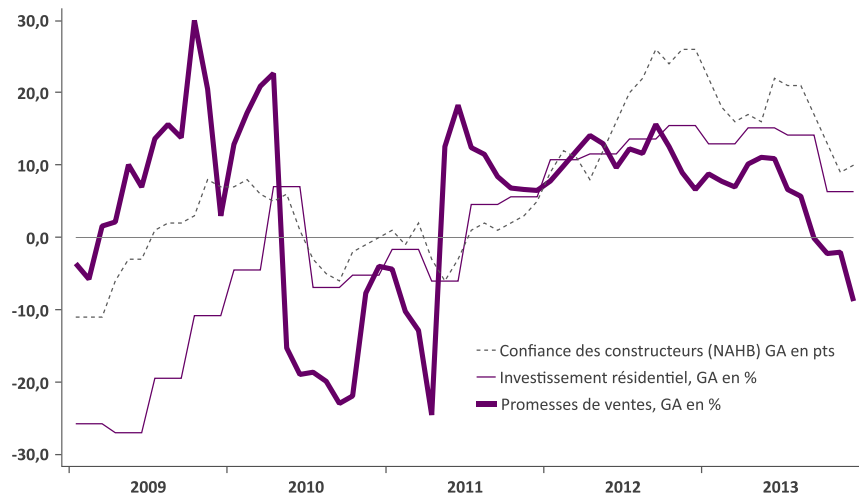
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La première observation suggère que l'appétit pour le crédit hypothécaire soit encore très réduit, ce qui n'est guère surprenant vu le niveau toujours élevé de l'endettement des ménages. Elle pose également la question de l'origine de la hausse des prix, en particulier de l'effet stimulant des rachats massifs des investisseurs institutionnels et du risque d'éviction des acquéreurs privés face à des prix artificiellement élevés. Hausse combinée des prix et des taux de financement ont ainsi fait chuter l'indice

d'accessibilité à l'accession immobilière (« *affordability index* ») de 20 % entre janvier et novembre 2013, après six années de hausse constante. L'ensemble est assurément source d'interrogation sur les développements à venir du cycle immobilier dans un contexte de hausse des taux d'intérêt que devrait accompagner l'exercice de *tapering* de la Fed.

- En second lieu, parce que hausse des prix ne signifie pas, de facto, l'existence d'effets richesse, ces derniers n'étant que la résultante du sentiment d'un certain confort patrimonial sur le comportement d'épargne, ils ne s'exercent que si le taux d'épargne peut, effectivement, refluer. Or, au contraire des années 2000, la marge de baisse de ce dernier est extrêmement réduite aujourd'hui (voir à ce sujet « [Effets richesse, de quoi parle-t-on exactement ?](#) » du 7 juin 2014). L'effet de la hausse des prix sur le comportement de consommation a donc tout lieu d'être ténus.

Indicateurs d'activité immobilière aux États-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

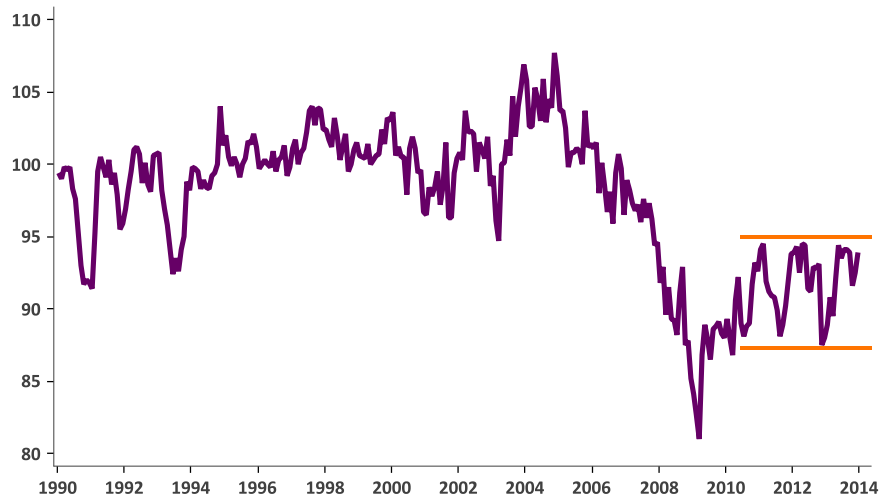
Ajoutons à ces incertitudes le fait que les tendances récentes du marché immobilier sont loin d'être rassurantes. L'activité est gagnée d'une très forte instabilité depuis le printemps qui se solde par un net tassement depuis que les taux remontent.

Investissement : que les entreprises regorgent de cash n'assure pas qu'elles investissent

Le sentiment dominant selon lequel le haut niveau des profits des sociétés et le sous-investissement de ces dernières années devrait se solder par un rattrapage de l'investissement des entreprises, qui viendra doper la reprise, est un autre point sur lequel nous sommes nous nous distançons du consensus. Il y a plusieurs raisons à cela. La première tient à la contradiction entre le niveau absolu des profits des sociétés non-financières et le momentum de celui-ci. Le premier, bien qu'historiquement élevé est généralement de faible pertinence en matière de tendances de l'investissement. La croissance des bénéfices, plutôt que leur niveau absolu, est en effet beaucoup plus fiable. Or, cette dernière n'a pas beaucoup évolué ces derniers trimestres et a plutôt eu tendance à s'infléchir, tout comme l'a fait la croissance de la productivité, en berne depuis le milieu de l'année 2012. Cet infléchissement n'est pas alarmant à ce stade mais ne préfigure toujours pas de reprise de l'investissement...

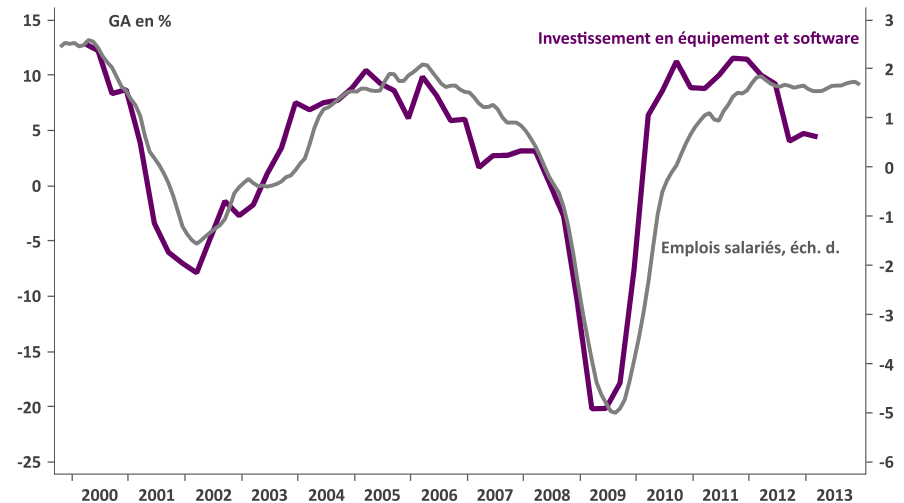
La fragilité des PME dont le niveau de confiance ne parvient pas à sortir de la fourchette étroite, et très faible au regard du passé, dans laquelle elle oscille depuis plus de trois ans, explique sans doute une bonne part de cette anémie de l'effort d'investissement dont témoignent encore les tout derniers indicateurs, malgré le regain d'activité depuis l'été.

Indice NFIB du climat des affaires dans les PME



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance de l'investissement productif et de l'emploi américains



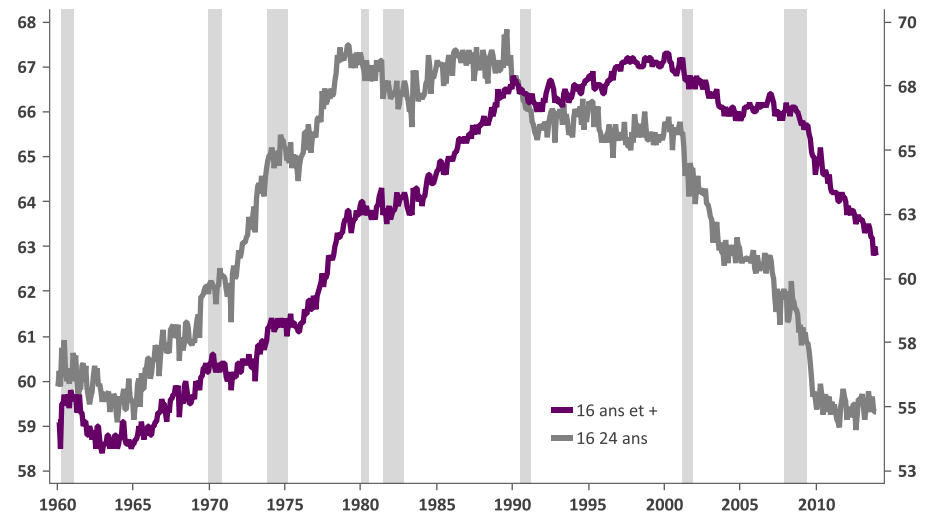
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Des perspectives d'emploi, de facto, sur la réserve

Des deux points précédents, il ressort une certaine réserve quant à l'évolution de la consommation privée. Les créations d'emploi ont anormalement bien résisté à la détérioration des dépenses d'investissement. Continueront-elles à le faire ? Rien ne permet de le dire mais, il paraît difficile d'envisager une nette accélération des créations de postes. La faible croissance persistante des activités de services semble largement responsable de cette situation et des pertes de potentiel de croissance de l'économie américaine depuis la crise.

Elle justifie sans doute également le décrochage des taux de participation en évinçant du marché du travail les travailleurs peu qualifiés qui trouvaient majoritairement dans les activités de services les ressources d'emplois avant la crise. La chute du taux de chômage n'est dès lors plus interprétable comme un signe de bonne santé de l'économie américaine mais comme une illustration de la perte de potentiel de croissance liée à l'insuffisance de l'offre de travail. Le phénomène embarrasse la Fed dont le pilotage de ces vingt-cinq dernières années a largement reposé sur l'évolution de cet indicateur. Il risque fort cependant de la conduire à aller trop vite dans sa politique de *tapering* (voir à ce sujet « [Scénario 2014-2015 : Montagnes russes...](#) »).

Taux de participation à la vie active



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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. Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).

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