

## *Avec ou sans hausse des taux, les États-Unis encourent un haut risque de récession cette année*



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

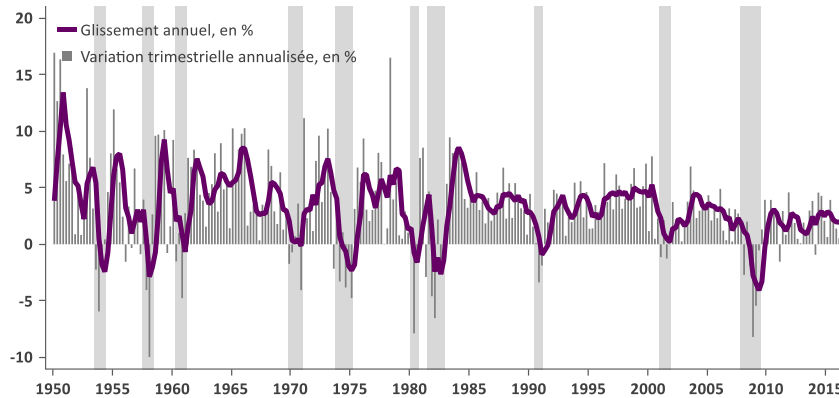
6 mai 2016

L'éloignement des perspectives de hausse des taux directeurs de la Fed a apaisé les inquiétudes sur l'éventualité d'une récession qui étaient nées en début d'année des déceptions récurrentes sur la croissance américaine. Aucune des récessions passées n'ayant jusqu'à présent été observée en dehors des phases de resserrement monétaire, cette conclusion est assez compréhensible. Les choses pourraient, toutefois, se révéler plus complexes à en juger par les enchaînements qui traditionnellement ponctuent les fins de cycle aux États-Unis et par la tournure récente de la conjoncture Outre Atlantique.

### Récessions américaines : de la respiration cyclique au risque systémique

Entre 1950 et aujourd'hui, les États-Unis ont connu dix épisodes de récession, de durées et gravités variables, dont celle de 2008-2009, la plus profonde, dont l'économie américaine ne s'est toujours pas remise.

#### Croissance du PIB réel américain et récessions

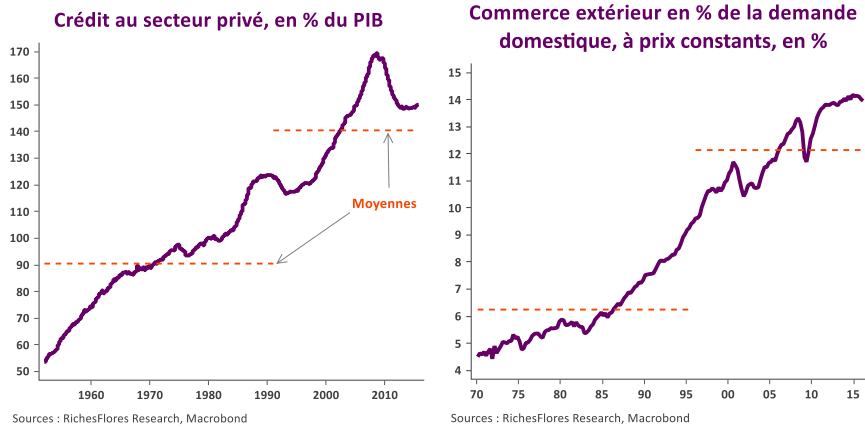


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les mécanismes à l'origine de ces ruptures de croissance sont de plusieurs types, souvent liés à la nature même du cycle, ses excès, faiblesses ou déséquilibres qui, généralement se corrigent lors des phases récessives. Jusqu'au début des années quatre-vingt-dix, les récessions pouvaient être assimilées à des épisodes de respirations cycliques, nécessaires pour purger les excès et recréer les conditions d'une reprise de l'activité dans des conditions assainies. Ainsi, malgré leur caractère récurrent, ces cassures n'ont pas nui à la croissance de long terme américaine, au contraire de l'exemple du Royaume-Uni dans lequel l'instabilité conjoncturelle des années soixante-dix-quatre-vingts, alors qualifiée de « Stop and Go », a largement endommagé les performances de l'économie britannique de l'époque.

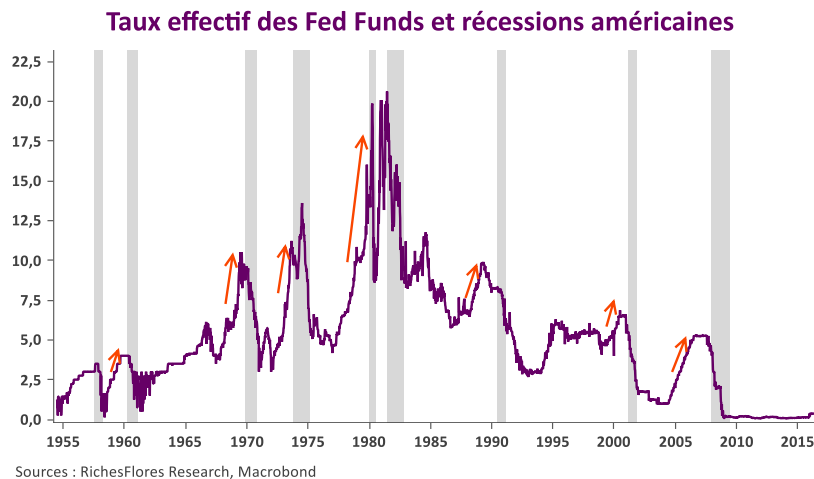
Ces caractéristiques ont changé au fur et à mesure du développement financier de l'économie américaine et du rôle de plus en plus important de la dynamique du crédit sur la croissance. Les trois dernières récessions se sont ainsi systématiquement accompagnées de dérèglements financiers plus ou moins profonds et durables (crise des caisses d'épargne en 1989, crise de surinvestissement des entreprises sur fond de bulle des nouvelles technologies en 2000, crise des subprime, enfin, en 2008) ajoutant aux risques issus des corrections de fin de cycle.

Par ailleurs, l'imbrication croissante des économies à l'échelle internationale a accru la sensibilité de l'économie mondiale à ces ruptures qui, par leurs effets induits, ont également fini par rendre plus complexes les ajustements américains. Les interférences entre le cycle des États-Unis, les marchés des matières premières et des changes s'en sont notamment trouvées accentuées.



Enfin, l'écrasement des taux d'inflation tend à ralentir les phénomènes de rééquilibres qui s'opèrent traditionnellement durant les épisodes récessifs, jouant notamment à contre-courant d'une remise à flot de la croissance des profits sans laquelle la capacité de rebond conjoncturel post-récession est entamée.

On comprend mieux, dès lors, les risques que comporte l'éventualité d'une récession si elle devait se produire dans les prochains mois ou trimestres, notamment en l'absence de capacité de réponse contra-cyclique de la politique monétaire, la Fed n'ayant pas eu l'occasion de normaliser le niveau de ses taux d'intérêt au cours du cycle écoulé.



Les développements récents de l'économie américaine obligent pourtant à se poser la question d'une telle issue.

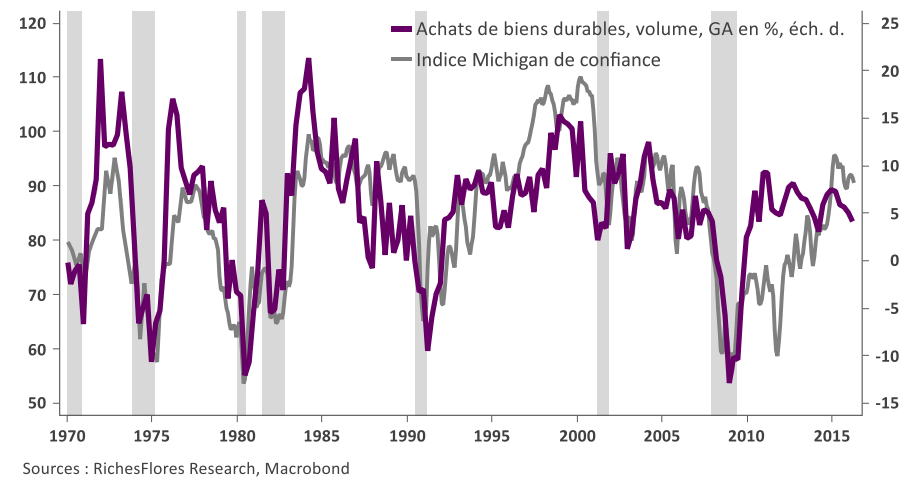
### Taux d'intérêt contre baisse des profits, lequel est le plus important ?

En premier lieu parce que la vigueur de la croissance est sérieusement entamée ces derniers temps.

Non seulement l'activité industrielle est très affaiblie, probablement encore en récession malgré le léger mieux observé sur les indicateurs récents, mais les autres pans de la croissance américaine évoluent très mollement. Ainsi :

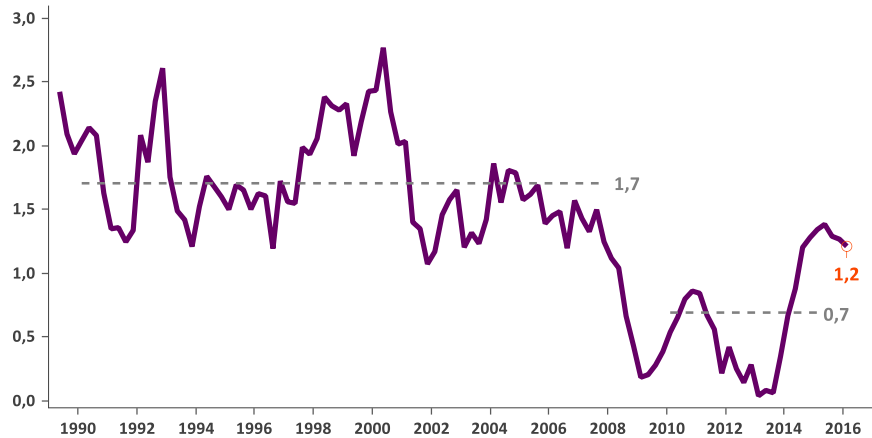
- En dépit de gains de pouvoir d'achat robustes, les dépenses de consommation des ménages sont de plus en plus anémiques, notamment affaiblies par le ralentissement récent des achats de biens durables, automobiles en particulier, sur fond par ailleurs de tassement préoccupant de la confiance des consommateurs.

### Confiance et achats de biens durables des ménages américains



- Le secteur tertiaire, qui s'était quelque peu ressaisi ces derniers trimestres s'essouffle, n'ayant contribué qu'à hauteur de 1,2 point à la croissance du PIB des quatre derniers trimestres, soit un niveau très inférieur à ce qu'apportent traditionnellement ces activités à la dynamique conjoncturelle.

### Contribution des services à la croissance annuelle du PIB réel

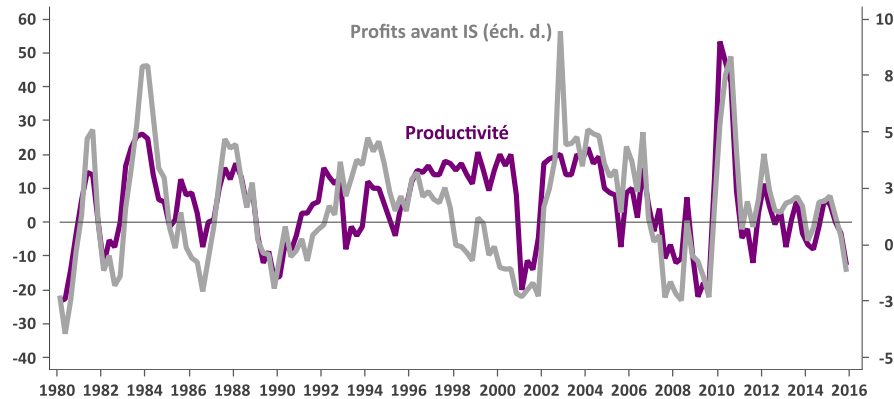


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Par ailleurs, la situation des entreprises s'est sensiblement détériorée ces derniers trimestres. La croissance des profits domestiques, qui accusait en fin d'année dernière une contraction de 15 % l'an, est probablement restée très médiocre en début d'année, à en juger par la faible croissance de l'activité sur fond de basse inflation et de poursuite des créations d'emploi.

### Productivité et profits réels\* des entreprises domestiques

\* Déflatés par le CPI

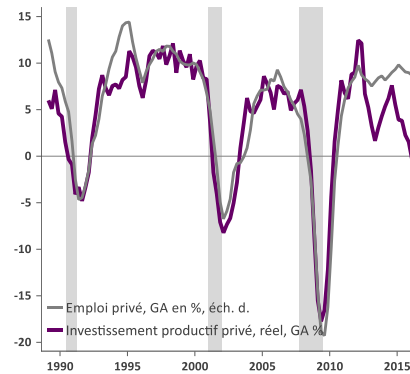


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Or, rares sont les périodes de l'histoire contemporaine américaine durant lesquelles la chute des profits ne s'est pas soldée par une baisse de l'investissement, puis de l'emploi.

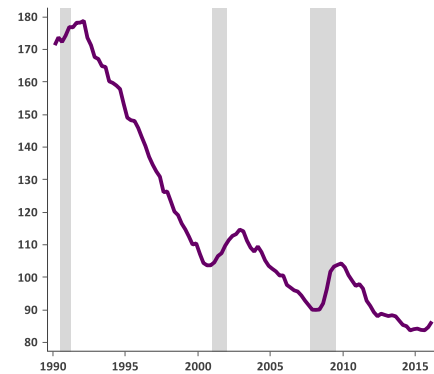
La substitution de l'emploi au capital s'est notablement accentuée ces derniers trimestres au point de fragiliser grandement et les perspectives d'investissement (conséquence des pertes de productivité qui résultent de la résistance de l'emploi au ralentissement de la croissance). Difficile d'envisager, dans de telles conditions, que l'emploi ne finisse pas par s'ajuster à la baisse. En ce sens les données du mois d'avril ne sont guère surprenantes, préfigurant vraisemblablement une correction d'au moins plusieurs mois.

#### Investissement productif vs emploi privé



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

#### Emploi/investissement productif à prix csts



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Tandis que les gains de pouvoir d'achat risquent, par ailleurs, de s'éroder au fur et à mesure de la remontée de l'inflation inhérente au rebond des cours du pétrole, l'ensemble n'est guère propice à la consommation.

Au total, les risques de récession sont bel et bien présents. Nous estimons à ce stade la probabilité d'une telle issue à plus de 50 % aujourd'hui, au vu des développements récents.

**Véronique Riches-Flores**

[contact@richesflores.com](mailto: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](mailto:contact@richesflores.com)