

États-Unis : l'heure des comptes *

Alors que la tourmente financière sévit depuis l'année dernière et que le marché de l'immobilier connaît une crise sans précédent, le soutien des autorités monétaires et budgétaires à l'économie (baisse de 5,25 % à 2 % du taux objectif des *Fed funds* et plan de relance de 150 milliards de dollars) a permis jusqu'au deuxième trimestre d'atténuer les effets de la crise sur la croissance. Mais les effets de l'assouplissement monétaire sont gommés par la hausse des *spreads* et le plan de relance apparaît aujourd'hui comme un feu de paille. Dès le troisième trimestre, l'activité devrait refléter l'état des fondamentaux et supporter le poids des déséquilibres. Après les bonnes performances du premier semestre, l'économie pourrait entrer en récession dès l'été 2008. Après 2 % en 2007, la croissance atteindrait 1,4 % en 2008 et 0,4 % en 2009.

Le virage de l'année 2008

Après 2 % en moyenne annuelle en 2007, la croissance du PIB atteint 2,2 % sur un an au deuxième trimestre 2008 et présente un acquis de 1,7 % au milieu d'année. Mais, après les bonnes performances du premier semestre (0,2 % au premier trimestre et 0,8 % au deuxième, comparés aux trimestres précédents respectifs), la croissance pourrait décrocher brutalement et, malgré une politique très active des autorités jusqu'au printemps pour soulager la crise, la récession ne devrait pas pouvoir être évitée au deuxième semestre.

Car la vigueur du premier trimestre, et surtout celle du deuxième, reste exceptionnelle et liée à un ensemble de facteurs ponctuels. À l'exception de l'investissement en logement toujours profondément déprimé, les autres postes de la demande sont restés dynamiques. Bien que ralentie (sur un an, elle progresse de 1,4 % au deuxième trimestre après 2,9 % un an plus tôt), la consommation des ménages a connu un rebond largement entretenu par le plan de relance voté le 8 février et effectif depuis le 28 avril¹. Au total, sur les mois de mai, juin et juillet, ce sont 89,6 milliards de dollars qui ont déjà été distribués aux contribuables américains (27,8 milliards sous forme de transferts courants aux personnes qui ne paient pas d'impôts ou dont l'impôt est plus faible que le montant accordé, et 61,9 milliards sous la forme d'un chèque de remboursement d'impôt). Sur les 106,7 milliards de rabais fiscaux accordés, 84 % ont donc déjà été distribués aux ménages. Ils contribuent à hauteur de 2,6 points à la hausse du pouvoir d'achat du revenu disponible des ménages au deuxième trimestre.

1. Le plan prévoit 106,7 milliards de dollars de rabais fiscaux destinés aux ménages et 50 milliards d'aide aux entreprises. Le rabais fiscal se fait sous forme de chèques envoyés par l'IRS (Internal Revenue Service) à plus de 130 millions de foyers fiscaux. Le montant du rabais est égal à l'impôt dû, avec un maximum à 600 dollars (1 200 dollars pour un couple marié) correspondant à l'imposition à taux 0 sur la première tranche de revenu imposable inférieur à 6 000 dollars. Pour les déclarants non imposables mais ayant un revenu « éligible » d'au moins 3 000 dollars, le rabais est de 300 dollars (600 dollars). Le rabais est gonflé de 300 dollars par enfant à charge. Enfin, pour les revenus supérieurs à 75 000 dollars (150 000 dollars), un montant de 5 % du revenu excédentaire est déduit du chèque, les plus riches ne recevant rien. Cette mesure concerne les bas revenus, les allocations de sécurité sociale et les pensions d'invalidité pour les anciens combattants.

*** Cette fiche pays a été établie sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Dans le cas d'un dérèglement persistant et massif des marchés financiers, scénario développé en détail dans la partie « Perspectives 2008-2009 pour l'économie mondiale », la croissance pour les États-Unis serait de - 0,2 % en 2009.**

De cette somme, il semble qu'une grande partie ait été épargnée (le taux d'épargne est passé de 0,2 % à 2,6 % du RDB). Sans ce plan de soutien, le RDB réel aurait stagné et la consommation probablement reculé. En effet, à prix constants, les revenus du travail ont stagné au début de l'année et baissé de 0,3 % au deuxième trimestre sous l'effet d'un marché du travail qui se dégrade sensiblement. Le taux de chômage est passé de 4,8 % en février à 6,1 % en août et 758 000 emplois nets ont été détruits dans le secteur privé non agricole depuis le début de l'année. Simultanément, la progression du salaire horaire ralentit aux alentours de 3,4 % sur un an au deuxième trimestre, contre plus de 4 % sur la même période de l'an passée. L'accélération de l'inflation depuis la fin 2007 ampute encore davantage le pouvoir d'achat des revenus.

Simultanément, la crise immobilière engagée depuis fin 2005 se poursuit. La chute des mises en chantier et des permis de construire a repris en juillet et en août après une pause entre avril et juin. L'indicateur NAHB a ralenti sa baisse mais reste à un point historiquement bas. Les ventes de logements neufs sont restées stables en août mais sur une tendance qui demeure baissière tandis que les ventes dans l'ancien sont stables depuis fin 2007 et refusent de repartir. Le stock d'invendus ne se résorbe pas (il culmine en juillet). Résultat, les prix continuent de baisser. Sur un trimestre, l'indice S&P/Case-Shiller recule de 2,4 % au deuxième trimestre, après 6,7 et 5,4 % sur les deux précédents. Sur un an, il a reculé de plus de 15 %. Face aux déséquilibres, cette situation devrait perdurer encore plusieurs trimestres, ce qui progressivement rétablira l'accessibilité du marché aux ménages les plus solvables. Pour le moment, les ménages n'ont quasiment plus accès au marché du crédit hypothécaire. D'un maximum à 1 140 milliards de dollars en rythme annualisé entre mi-2005 et mi-2006, les nouveaux emprunts hypothécaires nets des remboursements ont chuté à 274 au premier trimestre 2008 puis à 81 milliards de dollars au deuxième. L'encours de dette hypothécaire s'est réduit de 3,5 points de RDB entre ces deux trimestres. C'est dire la contrainte financière et la priorité des ménages donnée au désendettement.

Face à cette situation, les entreprises n'ont pas encore réduit leurs dépenses en capital mais ajustent leurs coûts de production. L'investissement, bien que ralenti, a bénéficié des plans lancés précédemment pour rester dynamique au premier semestre. Néanmoins, la production industrielle a baissé de 2 % entre février et août et le taux d'utilisation des capacités est passé de 81 % à 78,7 % sur la période. Les indicateurs ISM reflétant l'activité dans le secteur manufacturier se sont effondrés en septembre à 43,5, signifiant un approfondissement de la contraction déjà engagée. Si la demande finale hors stocks est restée relativement soutenue au premier semestre, les entreprises en ont profité pour réduire leurs stocks, jugés trop onéreux (la contribution de ce déstockage à la croissance du PIB est de - 0,3 points). L'ajustement de l'emploi et des salaires a permis de redresser la productivité et de freiner la hausse des coûts salariaux unitaires. Ceux-ci ont ralenti d'une moyenne de 3,5 % sur un an en 2007 à 1,5 % au deuxième trimestre 2008. Le taux de marge des sociétés non financières, qui s'est retourné en 2006, reste donc relativement élevé par rapport à sa moyenne de long terme. Mais la hausse des charges financières, liées notamment à des dividendes accrus depuis 2005, a dégradé fortement le taux d'épargne. Il faut remonter à la première moitié des années 1970 pour retrouver de tels niveaux. Simultanément, le recours aux marchés du crédit reste difficile. Face au resserrement du crédit bancaire, les entreprises émettent de plus en plus d'obligations et recourent davantage aux crédits commerciaux. Si les tensions sur

les marchés financiers devaient perdurer, cette situation pourrait trouver ses limites et peser sur les dépenses d'investissement à l'horizon de notre prévision.

Le soutien est attendu de l'extérieur, en espérant la reprise

Dans ce contexte, les moteurs de la croissance ne sont guère à trouver du côté interne. L'épuisement du plan de relance dès l'été 2008, combiné à un marché du travail qui se contracte (le taux de chômage devrait atteindre 7,7 % en 2009) et à la contrainte de désendettement des ménages, devraient peser lourdement sur la consommation. Au troisième trimestre, la hausse passée des prix du pétrole et des produits alimentaires jouerait à plein sur l'inflation qui s'accélérait à 5,3 % (4,4 % pour le déflateur de la consommation après 3,7 % au deuxième trimestre). Les dépenses des ménages devraient alors baisser de 0,5 % et de 0,2 % aux troisième et quatrième trimestres puis repartir timidement l'année prochaine. La décreue déjà entamée sur les marchés des matières premières et qui devrait persister dans les prochains trimestres offrira alors un soutien opportun au pouvoir d'achat du revenu des ménages (2 points de RDB d'ici à la fin de 2009). En effet, même si l'inflation sous-jacente s'accroît légèrement (avec un maximum à 2,7 % au deuxième trimestre 2009, après 2,3 au deuxième de 2008), l'inflation totale (IPC) devrait revenir vers 2,5 % en fin de période. Dans les entreprises, les capacités productives devraient s'ajuster à la contraction des débouchés. L'investissement devrait chuter dès le troisième trimestre, et le taux d'investissement se retourner, passant de 12,2 % à 11 % du PIB entre le deuxième trimestre de cette année et celui de l'année prochaine.

Avec une demande intérieure qui devrait se contracter fortement pendant les trois prochains trimestres, la baisse de l'activité sera atténuée malgré tout par une contribution positive du commerce extérieur. La baisse cumulée depuis 2002 de 28 % du dollar face aux monnaies de ses principaux partenaires commerciaux (dont 10 % en 2007, hors effet inflation) a permis d'interrompre la baisse chronique des parts de marché à l'exportation et même d'en regagner. Le maintien du taux de change à 1,45 dollar pour 1 euro dans notre prévision devrait confirmer cette tendance à l'horizon 2009. Après un record au deuxième trimestre 2008, les exportations devraient donc rester dynamiques dans les prochains trimestres. À l'inverse, les importations devraient continuer de reculer du fait du repli des besoins intérieurs (notamment les biens de capital et de consommation) et d'une meilleure compétitivité-prix des produits locaux. Le taux de pénétration, en baisse depuis le début de 2007, devrait atteindre son point bas fin 2008. En 2009, les achats externes pourraient repartir légèrement.

Dans ces conditions, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB sera positive (avec un maximum à 0,4 point au troisième trimestre 2008) jusqu'au milieu de 2009. Au-delà, on peut espérer que les conditions de formation de la demande intérieure se seront améliorées. Néanmoins, la contrainte du désendettement devrait continuer de peser sur les ménages et la croissance. Le marché de l'immobilier devrait avoir achevé son ajustement et les prix, repartir à la hausse.

États-Unis : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente (sauf mention contraire), en %

	2007				2008				2009				2006	2007	2008	2009
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,0	1,2	1,2	0,0	0,2	0,7	-0,2	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,6	2,8	2,0	1,4	0,4
Consommation des ménages	1,0	0,5	0,5	0,2	0,2	0,3	-0,5	-0,2	0,1	0,2	0,3	0,4	3,0	2,8	0,7	0,1
Dépenses publiques ¹	0,2	1,0	0,9	0,2	0,5	1,0	0,8	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	1,7	2,1	2,7	2,2
FBCF totale	-0,6	1,0	0,1	-1,2	-1,1	-0,3	-2,2	-3,6	-2,2	-0,4	0,5	2,1	2,7	-1,8	-3,8	-5,5
Dont																
Logement	-4,3	-3,0	-5,6	-7,6	-6,9	-3,5	-3,0	-2,0	1,0	2,0	2,5	2,5	-7,1	-17,9	-19,4	0,4
Productive privée	0,8	2,5	2,1	0,8	0,6	0,6	-2,0	-4,0	-3,0	-1,0	0,0	2,0	7,5	4,9	1,3	-7,0
Exportations de biens et services	0,2	2,1	5,3	1,1	1,2	2,9	1,2	1,6	1,6	1,8	1,8	2,0	9,1	8,4	8,6	7,1
Importations de biens et services	1,9	-0,9	0,7	-0,6	-0,2	-1,9	-1,2	-0,8	0,0	1,0	2,0	2,0	6,0	2,2	-2,7	0,6
Variations de stocks	-15,0	-2,8	16,0	-8,1	-10,2	-50,6	-50,6	-50,6	-50,6	-50,6	-50,6	-50,6	42,3	-2,5	-40,5	-50,6
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,6	0,7	0,5	0,0	0,1	0,3	-0,6	-0,5	-0,2	0,1	0,4	0,6	2,9	2,0	0,4	-0,4
Variations de stocks	-0,2	0,1	0,2	-0,2	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	-0,3	-0,1
Commerce extérieur	-0,3	0,4	0,5	0,2	0,2	0,7	0,4	0,3	0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,6	1,5	0,8
Prix à la consommation ²	2,4	2,6	2,4	4,0	4,2	4,3	5,3	4,3	3,9	3,3	2,2	2,5	3,2	2,9	4,5	3,0
Taux de chômage, en %	4,5	4,5	4,7	4,8	4,9	5,3	6,1	6,6	7,4	7,6	7,7	7,7	4,6	4,6	5,7	7,6
Solde courant, en points de PIB	-5,8	-5,7	-5,0	-4,8	-5,0	-5,0	-5,1	-4,9	-4,6	-4,5	-4,6	-4,7	-6,0	-5,3	-5,0	-4,6
Solde public, en points de PIB													-2,2	-2,9	-4,8	-5,9
Impulsion budgétaire													-1,1	0,2	1,3	-0,3
PIB zone euro	0,7	0,5	0,6	0,4	0,7	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	3,0	2,6	1,1	0,8

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut ici la consommation et l'investissement publics.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA, comptes définitifs du quatrième trimestre 2007), Bureau of Labor Statistics (BLS), Congressional Budget Office (CBO), prévision OFCE octobre 2008.