

## États-Unis : rien ne va plus

Avec un recul du PIB de 1,6 % au dernier trimestre 2008 et de 0,1 % au trimestre précédent, l'économie américaine est techniquement en récession selon la définition usuelle (elle y est déjà depuis décembre 2007, selon le NBER,) et pourrait y rester encore quelques trimestres. Dans un environnement international très dégradé et un contexte financier tendu, la contrainte de désendettement des ménages, combinée à la dépréciation du prix des actifs, va peser sur la croissance à venir. Le risque d'une entrée dans un processus déflationniste n'est pas à exclure. C'est pourquoi les autorités monétaires et budgétaires sont aussi réactives. Les leçons du passé semblent avoir été tirées même si l'on ignore encore si les mesures seront suffisantes : interventions financières amples et rapides des autorités pour soutenir les institutions financières et contrer les tendances récessives de l'économie réelle. C'est en tout cas le pari que fait l'administration d'Obama à l'horizon de notre prévision. Si la déflation est évitée, la croissance devrait rester très faible tout au long de la période.

### Une récession bien ancrée dans l'économie

L'activité a fortement baissé entre le troisième et le quatrième trimestre 2008. La baisse de la consommation des ménages est restée sur un rythme proche de 1,1 % en fin d'année, mais le creusement des achats de biens durables (- 6,1 % après - 3,9 % au trimestre précédent) et non durables (- 3,4 % après - 0,9 %) est masqué par la légère hausse de la consommation de services. Pourtant, le pouvoir d'achat du revenu des ménages s'est redressé. Bénéficiant de la baisse des prix du pétrole, le déflateur de la consommation a reculé de 1,3 % au quatrième trimestre, après une progression de 1,3 % au trimestre précédent. En dollars courants, le revenu des ménages a reculé de 0,4 %, sous l'effet de la baisse des revenus du travail, mais a progressé de 0,8 % en termes réels et l'investissement logement a encore accéléré sa chute entamée depuis trois ans. Mais c'est surtout le repli de l'investissement des entreprises et une contribution très négative du commerce extérieur qui a pesé sur la croissance en fin d'année. En plus du retrait de la consommation finale domestique, la récession des autres économies se traduit par une contraction brutale des débouchés externes et un recul des exportations américaines (- 9,7 % pour les marchandises sur un trimestre, après cinq années de croissance positive). Les importations ont baissé brusquement (- 5,3 % après un léger recul sur les quatre précédents trimestres). Confrontées à la chute de la production industrielle et à celle des taux d'utilisation des capacités productives depuis plusieurs mois, les entreprises s'ajustent, notamment dans l'industrie. L'investissement a fortement chuté au quatrième trimestre, faisant reculer pour la première fois le taux d'investissement de 0,5 point de PIB sur la période.

Les indicateurs disponibles en ce début d'année confirment que la récession est désormais bien ancrée dans l'économie. Premiers touchés par la crise des *subprime* puis par la récession, les ménages sont frappés de plein fouet par les destructions nettes d'emplois : 690 000 au troisième trimestre 2008, 1 253 000 au quatrième trimestre et déjà 2 123 000 en janvier et février 2009. Le taux de chômage est passé de 6,2 % en septembre à 8,1 % en février, dépassant le pic de la récession de 2000 (6,3 %) mais surtout celui de 1993 (7,8 %). En mars, les nouvelles inscriptions continuent de s'accélérer à un rythme qui rejoint celui de la récession de 1982, même si rapportées à l'emploi total, elles demeurent encore très inférieures. Les salaires horaires qui avaient bien résisté jusque là progressent au rythme annualisé de 2 % en début d'année après 4 % fin 2008. Les indicateurs de confiance atteignent des plus bas historiques. L'indice du *Conference Board* a chuté en février à des niveaux plus bas qu'en 1982, du fait d'anticipations plus fortement déprimées alors que l'indice de l'Université du Michigan se maintient en mars au même niveau que 1982.

## Les ménages au cœur de la tourmente

Frappés par un marché du travail dégradé, des actifs qui se déprécient à vue d'œil et des banques qui leur refusent l'accès au crédit, les ménages portent une grande partie du poids de l'ajustement. Selon la Réserve fédérale, la richesse nette totale des ménages a fondu de 11 200 milliards de dollars en 2008, soit 1,2 fois leur revenu annuel. Les actifs immobiliers et financiers ont perdu respectivement 2 360 et 8 940 milliards sur l'année, tandis que l'endettement reculait de 87 milliards. Ces pertes de richesse reflètent l'état des marchés immobilier et financier. Sur le marché du logement, l'étroitesse de la demande face à un stock d'invendus qui, bien qu'en baisse demeure encore très excédentaire, pèse sur les prix. En décembre, l'indice Case et Shiller baissait de 2,5 % sur un mois, et de 18,5 % sur un an, et la tendance devrait se poursuivre encore environ six mois. Pourtant, après un recul de 45 % de l'investissement logement sur trois ans et de 75 % des mises en chantier sur la période, celles-ci ont rebondi de 22 % en février et l'indicateur NAHB s'est stabilisé depuis novembre. Mais compte tenu du resserrement du crédit, des contraintes de désendettement et du stock de logements invendus, l'investissement logement devrait encore baisser en 2009. Les ventes de logements baissent toujours dans le secteur du neuf (- 77 % en janvier par rapport au point haut de 2006) mais se sont stabilisées dans l'ancien. Simultanément, face à la contraction des nouveaux crédits hypothécaires nets des remboursements depuis trois trimestres, la dette hypothécaire des ménages diminue. De 101,4 % fin 2007, elle atteint 98,1 % fin 2008. Malgré tout, 7,9 % des prêts hypothécaires étaient en situation d'impayés au quatrième trimestre 2008, et les défauts de paiement sur les cartes de crédit s'accélérent pour atteindre des niveaux voisins de 9 % en janvier et février chez American Express et Citigroup.

Simultanément les actifs financiers, qui représentaient près de deux tiers de la richesse brute des ménages fin 2007, sont plombés par la baisse des valeurs boursières. En prenant globalement les actifs liés aux marchés des actions (actions, OPCVM, (*Mutual Funds Shares*) et avoirs dans les fonds de pension) qui représentent la moitié de la richesse financière, ce sont 8 242 milliards de dollars, soit 92 % de la baisse, qui se sont évaporés.

Dans ce contexte, une grande partie de notre prévision de croissance américaine s'appuie sur les hypothèses faites sur le comportement d'épargne des ménages. Soutenu par la très faible progression du déflateur de la consommation et une baisse d'impôt de 1,2 point de revenu en janvier, le revenu réel des ménages a progressé de 1,5 % en janvier et le taux d'épargne est passé de 3,9 % en décembre à 5 % en janvier, après 0,8 % en août dernier. Les ventes au détail ont augmenté en janvier et février mais la consommation des ménages devrait malgré tout baisser de 0,8 % au premier trimestre. Mais encore plus qu'à leur revenu, les ménages, notamment les plus riches, devraient être particulièrement sensibles à l'effet richesse négatif en 2009 et 2010. Alors qu'en 2001 le krach boursier était concentré sur les valeurs technologiques, la crise financière actuelle touche l'ensemble des institutions financières et également l'ensemble des entreprises. La baisse de 45 % de l'indice SP500 entre la fin 2007 et début 2009 est donc plus générale qu'en 2001 et affecte aujourd'hui les ménages, soit directement quand ceux-ci détiennent ces actions, soit indirectement à travers les fonds de pension et OPCVM qui, à l'époque, avaient été épargnés par la baisse de la bourse car peu engagés sur les valeurs des nouvelles technologies. La détention d'actifs financiers est particulièrement concentrée chez les ménages les plus riches. Selon le dernier *Survey of Consumer Finances* de 2007, si 17,9 % des familles détiennent des actions, 11,4 % des parts de FCP (*Pooled Investment Funds*) et 52,6 % des comptes retraites, ces actifs sont concentrés chez les 40 % les plus riches et ont une valeur médiane beaucoup plus élevée que celle des groupes de revenu inférieur. Ainsi, la valeur médiane des titres détenus par les 10 % les plus riches est trente fois plus élevée que celle détenue par les premiers 20 % pour les comptes retraites, vingt fois pour les actions et sept fois pour les parts de FCP. La baisse de la

valeur des actifs financiers affecte donc au premier chef ces détenteurs des classes aisées qui, peu contraints financièrement, devront accroître leur taux d'épargne pour reconstituer leur épargne, sans réduire leur consommation. À l'inverse, pour les classes les plus pauvres, la hausse du taux d'épargne devrait résulter davantage de la contrainte de désendettement des ménages et peser sensiblement sur la consommation.

Dès lors, malgré un revenu qui augmentera en termes réels en 2009 et 2010 (2,5 % et 0,7 % respectivement), le taux d'épargne des ménages pourrait revenir vers des niveaux oubliés depuis longtemps : 7,5 % fin 2009 et 7,8 % fin 2010, après 0,4 et 3,2 % fin 2007 et fin 2008. La consommation baisserait de 2,7 % et 0,3 % en 2009 et 2010.

## Le soutien des politiques économiques

Du côté des entreprises, la situation reste dégradée malgré un ajustement rapide. Le comportement des entreprises face à la crise est très proche de celui qu'elles ont adopté lors de la récession de 2001, et qui tranche avec celui des années 1970 et 1980 : ajustement très rapide de la durée du travail puis de l'emploi, hausse de la productivité horaire et contrôle des coûts salariaux unitaires. Le taux de marge reste relativement élevé pour cette phase du cycle. Mais les entreprises devront continuer à réduire leurs coûts car les perspectives restent très mauvaises. Les enquêtes ISM de février dans le secteur manufacturier et non-manufacturier confirment la dégradation de l'activité. L'indicateur global s'est néanmoins stabilisé à un bas niveau (très inférieur à 50, signifiant donc toujours une forte contraction) mais les composantes « emploi » et « commandes à l'exportation » continuent à baisser. Les très mauvaises performances à l'exportation devraient donc se poursuivre dans les prochains mois. Pour s'adapter, les entreprises devraient encore déstocker en 2009 compte tenu du faible mouvement au deuxième semestre 2008 face à la baisse des ventes. C'est en tout cas ce qui ressort des enquêtes dans l'industrie et le commerce depuis juillet où les entreprises jugent leur niveau de stocks trop élevé. De plus, sur le long terme, les stocks rapportés à la valeur ajoutée des entreprises non-financières a augmenté depuis le point bas de 2001, et notamment en 2007 et 2008. Il ne marque pas de suraccumulation notoire qui pourrait entraîner un ajustement violent. En prenant des hypothèses conservatrices sur l'ajustement de l'évaluation et la réévaluation des stocks, le déstockage retenu en 2009 et 2010 conduit à une quasi-stabilisation puis une baisse du ratio. Par ailleurs la baisse de l'investissement observée aux troisième et surtout quatrième trimestres 2008 devra se poursuivre en phase avec la contraction de la demande. Le taux d'investissement devrait donc baisser tout au long de l'année 2009 avant de se stabiliser en 2010. Cette évolution est compatible avec un retour du coefficient de capital en 2009 à sa moyenne des années 1980, et d'une légère baisse l'année suivante.

Dans ce contexte de récession généralisée et d'activisme monétaire de la part de la Réserve fédérale pour stabiliser les marchés financiers, le soutien par la dépense publique reste la seule voie pour contrer les tendances déflationnistes qui peuvent se mettre en place dans l'économie réelle. Les prix à la consommation ont augmenté de 0,1 % sur un an en février 2009, après 4,2 % un an plus tôt et l'inflation sous-jacente est passé de 2,3 % à 1,8 % entre les deux années. En prévision, les prix vont continuer d'augmenter mais la forte hausse de 2008 conduit à des glissements négatifs sur 2009. Le prix des actifs devrait se stabiliser d'ici l'automne 2009. Contrée par une impulsion budgétaire très positive en 2009, la récession devrait donc s'interrompre mi-2009 mais la croissance restera probablement atone au moins jusqu'à fin 2010.

## États-Unis : résumé des prévisions

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

|                                     | 2008  |       |       |       | 2009  |       |       |       | 2010  |      |      |      | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
|                                     | T1    | T2    | T3    | T4    | T1    | T2    | T3    | T4    | T1    | T2   | T3   | T4   |       |       |       |       |
| PIB                                 | 0,2   | 0,7   | -0,1  | -1,6  | -1,3  | -0,7  | 0,0   | 0,1   | 0,2   | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 2,0   | 1,1   | -2,8  | 0,5   |
| PIB par tête                        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      | 1,1   | 0,2   | -3,8  | -0,4  |
| Consommation des ménages            | 0,2   | 0,3   | -1,0  | -1,1  | -0,8  | -0,7  | -0,1  | -0,2  | -0,1  | 0,0  | 0,1  | 0,2  | 2,8   | 0,2   | -2,7  | -0,3  |
| Dépenses publiques <sup>1</sup>     | 0,5   | 1,0   | 1,4   | 0,4   | 1,2   | 1,5   | 1,5   | 1,5   | 1,5   | 1,2  | 1,0  | 0,8  | 2,1   | 2,9   | 4,8   | 5,6   |
| FBCF totale <i>dont</i>             | -1,1  | -0,3  | -1,2  | -5,8  | -4,0  | -3,6  | -2,6  | -2,4  | -2,0  | -0,6 | 0,7  | 1,0  | -1,8  | -3,9  | -13,0 | -5,8  |
| Logement                            | -6,9  | -3,5  | -4,3  | -6,1  | -4,0  | -2,0  | -1,0  | 0,0   | 0,0   | 1,0  | 1,5  | 1,5  | -17,9 | -20,7 | -13,1 | 0,9   |
| Productive privée                   | 0,6   | 0,6   | -0,4  | -5,7  | -4,0  | -4,0  | -3,0  | -3,0  | -2,5  | -1,0 | 0,5  | 0,8  | 4,9   | 1,7   | -13,0 | -7,4  |
| Exportations de biens et services   | 1,2   | 2,9   | 0,7   | -6,5  | -7,5  | -3,5  | -1,5  | -0,5  | 0,3   | 0,6  | 1,1  | 1,1  | 8,4   | 6,2   | -14,2 | -0,5  |
| Importations de biens et services   | -0,2  | -1,9  | -0,9  | -4,3  | -6,0  | -4,0  | -2,0  | -1,0  | 0,5   | 0,9  | 1,3  | 1,5  | 2,2   | -3,4  | -13,7 | -0,6  |
| Variations de stocks                | -10,2 | -50,6 | -29,6 | -19,9 | -40,0 | -60,0 | -60,0 | -40,0 | -20,0 | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -2,5  | -27,6 | -50,0 | -5,0  |
| <i>Contributions</i>                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      |       |       |       |       |
| Demande intérieure hors stocks      | 0,1   | 0,3   | -0,6  | -1,6  | -1,0  | -0,7  | -0,1  | -0,1  | 0,0   | 0,2  | 0,4  | 0,4  | 2,0   | 0,1   | -3,0  | 0,1   |
| Variations de stocks                | 0,0   | -0,3  | 0,2   | 0,1   | -0,2  | -0,2  | 0,0   | 0,2   | 0,2   | 0,2  | 0,0  | 0,0  | -0,4  | -0,2  | -0,2  | 0,4   |
| Commerce extérieur                  | 0,2   | 0,7   | 0,2   | -0,2  | 0,0   | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,0   | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,6   | 1,3   | 0,4   | 0,0   |
| Prix à la consommation <sup>2</sup> | 4,2   | 4,3   | 5,2   | 1,5   | -0,4  | -1,6  | -3,0  | -0,7  | 0,4   | 0,8  | 1,0  | 1,2  | 2,9   | 3,8   | -1,4  | 0,8   |
| Taux de chômage, en %               | 4,9   | 5,4   | 6,0   | 6,9   | 8,0   | 8,9   | 9,4   | 9,8   | 9,9   | 10,0 | 10,2 | 10,2 | 4,6   | 5,8   | 9,0   | 10,1  |
| Solde courant, en points de PIB     | -5,0  | -5,1  | -5,0  | -3,7  | -3,9  | -3,7  | -3,6  | -3,5  | -3,5  | -3,6 | -3,6 | -3,7 | -5,3  | -4,7  | -3,7  | -3,6  |
| Solde public, en points de PIB      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      | -1,2  | -3,2  | -13,0 | -11,3 |
| Impulsion budgétaire                |       |       |       |       |       |       |       |       |       |      |      |      | -1,1  | 1,7   | 8,1   | -3,2  |
| PIB zone euro                       | 0,7   | -0,2  | -0,2  | -1,5  | -1,3  | -0,7  | -0,3  | -0,1  | 0,0   | 0,1  | 0,1  | 0,2  | 2,7   | 0,7   | -3,3  | -0,3  |

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 avril 2009.