

## États-Unis: le *soft landing* tourne court

Malgré le resserrement monétaire engagé depuis juin 2004 et au-delà des soubresauts enregistrés depuis la fin de l'année dernière, la croissance américaine est restée sur une dynamique encore relativement soutenue au premier semestre 2006 (3,5 % sur un an au deuxième trimestre). Pourtant, la chute des indicateurs sur le marché de l'immobilier au cours des derniers mois laisse présager d'un ajustement beaucoup plus brutal que celui qui était anticipé au début de l'année. Le ralentissement américain pourrait être relativement sévère au regard des performances passées, puisque la croissance atteindrait 1,9 % en 2007 après 3,2 % en 2006, mais la récession, via la propagation d'un krach immobilier à l'ensemble de l'économie, serait évitée. Le resserrement monétaire aurait pris fin à l'été 2006.

### Une croissance qui reste bien orientée...

La principale surprise apparue depuis le début de l'année vient de l'ampleur du retournement des indicateurs liés au marché de l'immobilier. Après un profil plus heurté en 2005 que ce qui apparaissait dans la version précédente des comptes nationaux (hausse plus forte de l'investissement logement sur les trois premiers trimestres 2005 suivie d'une légère baisse), la dynamique baissière s'est clairement confirmée au printemps dernier. En léger recul au premier trimestre, l'investissement logement a baissé de 2,9 % au deuxième trimestre par rapport au précédent, suivant en cela l'effondrement des permis de construire depuis octobre 2005 et des mises en chantier depuis janvier 2006 (graphique). En août dernier, celles-ci ont baissé de 20 % sur un an. Les ventes de logements en chute depuis octobre dernier sont en août 21 % plus faibles qu'il y a un an et les stocks de logements invendus ont augmenté de 38 % sur la période (les délais de ventes sont passés de 4,7 à 7,6 mois entre les deux périodes). Face à cette chute de la demande, en partie liée à la fin des comportements spéculatifs, et à l'excédent d'offre, tous les indicateurs de prix marquent un infléchissement. L'indicateur de l'*Office of Federal Housing Enterprise Oversight* (OFHEO) continue d'augmenter mais ralentit sensiblement à 1,2 % au deuxième trimestre, après 3,7 % un an plus tôt (10 % et 14 % sur un an, à chacune des périodes) tandis que ceux de la *National Association of Realtors* baissent depuis octobre 2005. Sur un an, les prix stagnaient en août.

Jusqu'à maintenant, l'ajustement est resté localisé au secteur immobilier. La consommation a continué de ralentir mais est restée ferme (1,2 % et 0,6 % aux premier et deuxième trimestres par rapport au précédent). Les dépenses personnelles se sont encore accrues de 0,5 % en juillet et les ventes au détail restent fermes en août. La confiance reste plutôt bien ancrée si l'on en juge la stabilité de l'indicateur global du Conference Board et la remontée en septembre de l'indicateur du Michigan. Mais les anticipations sont cependant orientées à la baisse. Les revenus sont restés fermes, soutenus au premier trimestre par des primes exceptionnelles versées sur les salaires et d'importantes créations d'emplois, mais insuffisamment cependant pour satisfaire aux besoins de consommation. Le taux d'épargne, déjà négatif, a encore baissé au deuxième trimestre à - 0,7 %, après - 0,3 % au précédent.

Du côté des entreprises, la situation est plutôt favorable. La production industrielle ne donne guère de signes de ralentissement, malgré la pause

## Activité dans le secteur de la construction



Sources : National Association of Home Builders (NAHB), Bureau of the Census.

observée en août, ce qui génère une hausse continue des tensions sur les capacités productives, le taux d'utilisation étant au-dessus de sa moyenne de long terme. Les commandes adressées à l'industrie manufacturière en biens de consommations durables sont stables depuis le début de l'année, à des niveaux élevés. Les enquêtes auprès des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière alimentent l'idée d'un ralentissement de la production manufacturière mais les indicateurs restent largement au-dessus de 50. L'investissement s'est accéléré au premier trimestre (3,3 % par rapport au précédent et 7,6 % sur un an) et les commandes en biens d'équipement, même si elles ont ralenti progressent encore sur des rythmes de 8,5 % par an au deuxième trimestre. L'investissement est en phase avec la demande intérieure, le taux d'investissement augmente mais sans rattraper les niveaux précédant la bulle Internet. Le taux de marge des entreprises reste à son maximum.

### ... qui rend délicate la conduite de la politique monétaire

Dès lors, la gestion monétaire par la Réserve fédérale devient plus délicate. La poursuite du resserrement des taux d'intérêt au-delà du nécessaire ne manquerait pas de se traduire par un véritable krach immobilier, aux conséquences désastreuses pour les ménages et le système bancaire. À l'inverse, une prudence excessive pourrait se traduire par l'approfondissement des déséquilibres en cours et nourrir encore davantage les tensions inflationnistes. Pour l'heure, celles-ci apparaissent mais restent sous contrôle. Depuis un an, l'IPC s'accélère en moyenne autour d'un rythme de 4 % l'an (3,8 % en août) contre 3,0 % sur la première moitié de 2005. La hausse des prix du pétrole a expliqué la quasi totalité de cette accélération jusqu'en mars. Depuis, le relais a été pris par la hausse de l'inflation sous-jacente. Sur un an, les prix hors énergie et alimentation ont crû à 2,8 % en août contre 2,0 % en mars. Simultanément, la croissance des coûts salariaux unitaires dans le secteur privé non agricole n'a cessé de s'accélérer pour atteindre 5,2 % au deuxième

## ■ Christine Riffart

trimestre estimé contre 2 % en moyenne en 2005. Cette accélération est liée à la fois à celle des coûts salariaux horaires, dont la hausse est passée de 4,4 % sur un an en 2005 à 7,7 % au deuxième trimestre 2006 et à une productivité qui plafonne depuis plusieurs trimestres à un rythme de 2,5 % l'an. Les salaires, tirés par le secteur des services progressent au rythme de 4 % l'an et les tensions sur le marché du travail devraient perdurer encore quelques temps. L'emploi dans le secteur privé non agricole ralentit depuis le début de l'année mais progresse encore au rythme de 100 000 par mois. Le taux de chômage reste stable autour de 4,7 % depuis le mois de mars.

Face à une demande intérieure hors investissement logement qui demeure encore soutenue et un marché du travail tendu, le risque de laisser se développer des tensions inflationnistes n'est donc pas absent. Mais plusieurs raisons peuvent être avancées pour relativiser ce phénomène. En période de stabilisation du prix du pétrole (prévu à 65 dollars en 2007), les entreprises peuvent absorber un surcroît de coût provenant des coûts salariaux unitaires, d'autant que les profits des entreprises sont actuellement très élevés et les taux de marge à leur maximum. Par ailleurs, le retournement de l'activité dans la construction devrait avoir un impact non négligeable sur le marché du travail. L'emploi dans la construction ne représente que 6,5 % de l'emploi privé total mais pendant la phase d'expansion du cycle (de septembre 2003 à avril 2006), il avait été à l'origine de 15 % des créations nettes d'emploi. Aujourd'hui, le retournement s'apparente, au moins du point de vue de l'activité, à celui de 1990 qui avait enregistré à l'époque une perte nette de 750 000 emplois. Mais pour l'heure, aucune destruction d'emploi n'a encore été enregistrée — l'emploi reste stable depuis le début de l'année. Mais l'ajustement pourrait se faire sentir prochainement et peser sur les salaires dès le début 2007.

### Mais le pire devrait être évité

Dans ces conditions, il est probable que la hausse des taux déjà réalisée suffise à ralentir l'économie américaine. La réunion du FOMC du 20 septembre va dans ce sens. Les marchés financiers commencent même à anticiper des baisses de taux. Les taux sur les bons à dix ans, tout comme les taux d'intérêt hypothécaires ont légèrement baissé. On suppose ici que la Réserve fédérale aura une attitude prudente et laissera ses taux inchangés à 5,25 % jusqu'au début de l'année 2007. Au-delà, lorsque les risques inflationnistes seront écartés, elle pourrait les baisser jusqu'à 4,5 % en milieu d'année. La politique budgétaire ne devrait guère soutenir l'activité. Elle resterait restrictive en 2006 et 2007, quelque soit l'issue des élections.

Le ralentissement de l'économie américaine, conduit par l'immobilier (l'investissement logement représente 5,5 % du PIB) en 2006 et une consommation des ménages moins vigoureuse en 2007, permettrait d'effacer une partie des déséquilibres. Du côté des ménages, les taux d'endettement resteraient élevés (la dette totale atteint 130 % du RDB, soit 94 % du PIB au deuxième trimestre 2006) mais l'encours hypothécaire devrait se stabiliser avec la baisse des nouveaux emprunts. La pression sur le taux d'épargne restera faible, la remontée du taux d'épargne étant davantage due à un comportement cyclique de précaution. Côté commerce extérieur, l'amélioration du déficit courant, largement plus sensible au ralentissement conjoncturel qu'à la dépréciation du dollar attendu jusqu'au milieu de 2007, serait marquée à partir du quatrième trimestre 2006. Fin 2007, le solde devrait revenir autour de 5,7 % du PIB.

## États-Unis : résumé des prévisions

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

	2005				2006				2007				2004				2005				2006				2007											
	T1	T2	T3	T4																																
PIB	0,8	0,8	1,0	0,4	1,4	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,7	0,4	0,5	0,5	0,7	3,9	3,2	3,2	3,2	3,9	3,5	3,0	1,8	3,9	3,5	3,0	1,8	1,9	0,9	1,9	1,6	7,2	7,4	3,8	-0,1
Consommation des ménages	0,7	1,0	1,0	0,2	1,2	0,6	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4				
Dépenses publiques <sup>1</sup>	0,4	0,3	0,8	-0,3	1,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4				
FBCF totale	1,9	2,4	1,5	0,8	2,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,3	1,5	-0,3	-0,1	0,3	1,5	7,2	7,4	3,8	-0,1	7,2	7,4	3,8	-0,1	7,2	7,4	3,8	-0,1	7,2	7,4	3,8	-0,1				
Dont																																				
Logement	2,7	4,6	1,7	-0,2	-0,1	-2,9	-4,0	-2,5	-1,5	0,6	1,0	1,5	-1,5	0,6	1,0	1,5	9,9	8,6	-3,1	-4,8	9,9	8,6	-3,1	-4,8	9,9	8,6	-3,1	-4,8	9,9	8,6	-3,1	-4,8				
Productive privée	1,5	1,3	1,4	1,3	3,3	1,1	1,5	1,0	0,2	-0,4	0,0	1,5	0,2	-0,4	0,0	1,5	5,9	6,8	7,2	2,0	5,9	6,8	7,2	2,0	5,9	6,8	7,2	2,0	5,9	6,8	7,2	2,0				
Exportations de biens et services	1,1	2,3	0,8	2,3	3,3	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0				
Importations de biens et services	1,0	0,3	0,6	3,1	2,2	0,4	1,5	1,0	0,7	0,7	1,0	1,5	0,7	0,7	1,0	1,5	10,8	6,1	6,3	3,7	10,8	6,1	6,3	3,7	10,8	6,1	6,3	3,7	10,8	6,1	6,3	3,7				
Variations de stocks	0,5	-0,1	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,2	0,5	0,6	0,5	0,2	0,5	0,6	0,5	0,2	0,5	0,6	0,5	0,2	0,5	0,6				
Contributions																																				
Demande intérieure hors stocks	0,9	1,2	1,1	0,2	1,4	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	4,2	3,8	3,1	1,5	4,2	3,8	3,1	1,5	4,2	3,8	3,1	1,5	4,2	3,8	3,1	1,5				
Variations de stocks	0,0	-0,6	0,0	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1	0,4	-0,3	0,3	0,1				
Commerce extérieur	0,0	0,2	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	-0,7	-0,3	-0,1	0,3	-0,7	-0,3	-0,1	0,3				
Prix à la consommation <sup>2</sup>	3,0	3,0	3,8	3,7	3,7	4,0	3,8	4,0	4,1	3,5	3,0	2,7	4,1	3,5	3,0	2,7	2,7	3,4	3,9	3,3	2,7	3,4	3,9	3,3	2,7	3,4	3,9	3,3	2,7	3,4	3,9	3,3				
Taux de chômage, en %	5,2	5,1	5,0	5,0	4,7	4,7	4,7	4,9	5,0	5,3	5,6	5,6	5,0	5,3	5,6	5,6	5,5	5,1	4,7	5,4	5,5	5,1	4,7	5,4	5,5	5,1	4,7	5,4	5,5	5,1	4,7	5,4				
Solde courant, en points de PIB	-6,3	-6,3	-5,8	-7,0	-6,4	-6,5	-6,5	-6,3	-6,1	-5,8	-5,7	-5,7	-6,1	-5,8	-5,7	-5,7	-5,7	-6,4	-6,5	-5,8	-5,7	-6,4	-6,5	-5,8	-5,7	-6,4	-6,5	-5,8	-5,7	-6,4	-6,5	-5,8				
Solde public, en points de PIB																																				
Impulsion budgétaire																																				
PIB zone euro	0,4	0,4	0,6	0,4	0,7	0,9	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2				

1. Conformément aux comptes nationaux américains, nous présentons le poste dépenses publiques, qui inclut 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 deuxième trimestre 2006), Bureau of Labor Statistics (BLS), Congressional Budget Office (CBO), prévision OFCE octobre 2006.