

États-Unis : une reprise dans le doute

Après un recul du PIB de plus de 4 % entre fin 2007 et mi 2009, la reprise qui s'était amorcée aux États-Unis au troisième trimestre 2009 semble tourner court au printemps 2010. En dépit des politiques économiques jusqu'alors très expansionnistes pour soutenir le secteur privé, les ressorts de la croissance n'apparaissent pas encore suffisamment solides pour conforter la dynamique engagée, alors que les plans de relance budgétaires arrivent progressivement à échéance. Dès lors, l'incertitude qui pèse sur les perspectives de croissance à court et moyen termes, conjuguée aux risques de déflation à l'horizon 2011, nécessitent le maintien de la vigilance des autorités américaines. La gestion de la sortie de crise apparaît d'autant plus délicate qu'elle intervient à un moment où les outils de politique monétaire ne semblent pas avoir d'effets sur les comportements des agents privés et où le coût budgétaire des plans de relance va appeler des mesures restrictives.

La reprise était pourtant bien engagée ...

À partir des comptes nationaux publiés le 28 août dernier avec la deuxième estimation du PIB du deuxième trimestre 2010, la croissance aura été plus faible en 2007, la récession plus profonde et la reprise plus modérée que ce qui était précédemment inscrit dans les comptes. Notamment, la révision de la croissance du deuxième trimestre, de 0,6 % à 0,4 % sur un trimestre, témoigne d'un essoufflement de la reprise après seulement deux trimestres très dynamiques soutenus principalement par le moindre déstockage fin 2009 puis le léger restockage début 2010. Ces mouvements de stocks expliquaient à eux seuls plus de moitié des 1,2 % et 0,9 % de croissance enregistrée sur ces deux trimestres (0,7 et 0,6 point respectivement). Le reste de la dynamique était due au quatrième trimestre 2010, à la très forte contribution du commerce extérieur (bonnes performances des exportations et chute des importations) puis au premier trimestre 2010, au redémarrage de l'investissement des entreprises.

Le ralentissement de la croissance enregistrée au printemps dernier s'explique par la fin de cette reprise technique liée aux variations des stocks et par la forte remontée du taux de pénétration des importations, après un niveau excessivement bas pendant la récession. Rapporté à la valeur ajoutée des entreprises non financières, le niveau des stocks est revenu vers sa moyenne de long terme. Les enquêtes auprès des commerçants confirment d'ailleurs qu'après un an et demi d'ajustement, le stockage involontaire a disparu. Simultanément, alors que la progression des ventes à l'exportation ralentissait, l'envolée des importations a freiné la croissance du PIB de 1,1 point sur un trimestre. Ceci a eu pour effet de gonfler le déficit courant à 3,4 % du PIB, après 2,4 % un an plus tôt (pour une croissance de 3 % sur la période). Cette hausse des importations est malgré tout allée de pair avec une forte accélération de l'investissement productif. La baisse du stock de capital en 2008 et 2009, du fait de la fermeture de nombreuses unités productives et d'investissements insuffisants dans les entreprises en activité, nécessite aujourd'hui une remise à niveau des installations. L'ajustement a été moins violent en ce qui concerne les équipements et logiciels (le stock a baissé faiblement en 2009 et l'investissement est reparti nettement plus rapidement fin 2009). Certes, cet ajustement a permis une amélioration de la productivité du capital dans

les SNF. En pourcentage de la valeur ajoutée des SNF, le taux d'investissement est reparti à la hausse au deuxième trimestre 2010. Dans l'industrie manufacturière, le taux d'utilisation des capacités productives progresse depuis juillet 2009. Il a rattrapé la moitié de ce qu'il avait perdu pendant la récession.

Mais la situation des ménages reste délicate. Selon la version des comptes nationaux d'août dernier, la baisse de la consommation a été plus longue (de deux trimestres) et plus violente (0,5 point de baisse supplémentaire en cumulé à 2,4 % entre fin 2007 et le deuxième trimestre 2009) que ce qui se dégageait des précédentes versions tandis que le taux d'épargne a été révisé à la hausse de près de 2 points sur la période. De même, la reprise amorcée depuis un an est plus faible et reste sur un rythme de 1,7 % sur un an.

... mais les inquiétudes prennent le dessus

Plusieurs signes témoignent du ralentissement de l'activité au cours de l'été. La production industrielle n'a augmenté que de 1,1 % en moyenne sur juillet et août par rapport au deuxième trimestre, après 1,6 % au trimestre précédent. Dans le secteur manufacturier, l'indicateur global d'activité donné par *l'Institute of Supply Management* se replie depuis juin, sous l'effet d'une moindre progression des carnets de commandes, et l'indicateur de la Réserve fédérale de Philadelphie confirme le mouvement en août. Dans le secteur non manufacturier, la tendance est la même.

Dès lors, les inquiétudes s'installent sur la solidité de la reprise alors que les plans de soutien à la croissance arrivent à échéance. Du côté des ménages, la confiance est en berne. La consommation reste largement embrumée par la mauvaise situation financière, un taux de chômage qui ne baisse pas et un patrimoine total net qui baisse malgré le désendettement. Le revenu réel des ménages stagne sur un an et le rattrapage enregistré au premier semestre pourrait tourner court au second. En effet, le rebond de l'emploi au printemps dernier était lié aux embauches ponctuelles par le gouvernement fédéral pour le recensement 2010. Mais depuis juin 2010, l'emploi salarié total se replie et la progression très lente de l'emploi privé ne suffit pas à compenser la fin des contrats temporaires dans le secteur public. Les secteurs de la construction et la finance continuent de détruire des emplois et, seuls, les secteurs des services aux entreprises et du commerce de détail sont véritablement créateurs nets d'emplois. Dans ce contexte, les nouvelles inscriptions aux prestations chômage restent élevées (supérieures à 450 000 par semaine) et le taux de chômage se maintient autour de 9,5 % (9,6 % en août). L'excès d'offre de main-d'œuvre pèse sur la progression des salaires. Au cours des quatre derniers trimestres, celle-ci n'a cessé de ralentir et sur un an, le rythme du salaire horaire du secteur privé est passé de 3,8 % au deuxième trimestre 2008 à 2,7 % au deuxième trimestre 2009 et à 2,4 % au deuxième trimestre 2010. Il atteint 2,1 % sur un an en août dernier et 0,9 % en terme réel corrigé de l'inflation. Globalement, la part des revenus du travail dans le revenu des ménages a baissé de plus de 5 points depuis le début de la crise, largement compensée par les aides fiscales et subventions du gouvernement. Seul élément positif, les ménages bénéficient d'un contexte de désinflation où les prix stagnent depuis plusieurs mois. Alors que les ressorts des revenus salariaux sont cassés, la situation patrimoniale des ménages reste dégradée. Malgré les efforts continus de désendettement (la dette brute des ménages est passée de 128,5 % du RDB fin 2007 à 115,8 % mi 2010), le patrimoine net des ménages s'est contracté au printemps dernier sous l'effet du repli des valeurs financières. Après les sommets atteints mi-2007, lorsque la richesse nette représentait 6,3 fois le revenu annuel des ménages, la crise immobilière a ramené celle-ci à 4,5 fois le revenu au début 2009. Au printemps 2010,

après plus d'un an d'ajustement, elle atteint 4,7 fois le revenu. Tout comme l'enrichissement passé avait alors permis une détente de celui-ci, la perte de richesse pèse et pèsera durablement sur le niveau du taux d'épargne et de consommation des ménages. D'ailleurs, les nouvelles commandes de biens de consommation en chute libre depuis fin 2007, stagnent depuis le début de l'année.

Les flux nets de nouveaux crédits restent négatifs et après une amélioration en 2009, les indicateurs d'activité dans la construction replongent dans le rouge. L'expiration de l'extension des crédits d'impôt pour les primo-accédants au 30 avril 2010 s'est traduite par la chute de ventes de logements, dans un contexte d'offre toujours excédentaire. Les prix continuent à baisser. Ils sont revenus au niveau du début des années 2000.

Dans ce contexte, l'action des politiques économiques reste fondamentale. Selon le Trésor américain, le plan de relance de 787 milliards de dollars sur la période 2009-2019 (réévalué par le Congressional budget office (CBO) à 814 milliards) adopté en février 2009 par le Congrès serait réalisé pour près de 440 milliards au deuxième trimestre 2010. Grâce à ce plan, le PIB réel serait actuellement supérieur de 2,7 à 3,2 % à ce qu'il serait en l'absence du plan et 2,5 à 3,6 millions d'emplois auraient été épargnés. Mais la plupart des réductions fiscales aux ménages et entreprises et des aides financières du gouvernement fédéral aux États arrivent à échéance dans le courant de l'année 2010 (la fin des plans de relance aura un effet négatif sur le déficit de 2011 de 0,5 % du PIB). Un nouveau plan de 50 milliards de dollars (0,3 point de PIB) a été voté au début de l'année pour soutenir l'emploi. Mais d'autres mesures ont été prises pour compenser dès 2011 ce surcroît de dépenses. Les baisses d'impôts votées en 2001 et 2003 par le gouvernement Bush arrivent à échéance et ne seront pas reconduites sur les plus hauts revenus (200 000 dollars par individu et 250 000 dollars par famille), les banques seront taxées au titre de leur responsabilité dans la crise financière (90 milliards sur dix ans), les incitations fiscales aux énergies fossiles sont supprimées. Ces mesures devraient permettre de réduire le déficit de près de 60 milliards de dollars en 2011, soit 0,4 % du PIB. L'impulsion budgétaire devrait donc être neutre en 2010 et négative de 0,9 % du PIB en 2011.

Dans ces conditions, les perspectives de croissance à l'horizon 2011 et au-delà ne sont guère favorables. Tant que le marché du travail ne donnera pas de signes de raffermissement, les ménages seront peu enclins à desserrer leur taux d'épargne. Leur priorité restera d'apurer leur situation financière. Or, l'orientation budgétaire pourrait devenir encore plus restrictive si les républicains venaient à emporter les prochaines élections législatives de mi-mandat. Nous n'avons pas fait cette hypothèse. Il n'empêche que la confiance n'est pas vraiment au rendez-vous pour stimuler la consommation et l'investissement. Sous l'effet d'un revenu disponible qui progresserait en termes réels, de 1,2 % et 1,4 % en 2010 et 2011 respectivement (1 % et 2,1 % avant impôt), les dépenses des ménages n'augmenteraient que de 1,4 % et 1,6 % tandis que l'investissement des entreprises, après le bon premier semestre 2010, ralentirait progressivement. Les effets de la crise pourraient peser durablement sur le PIB américain. En effet, il est possible que celui-ci ne rattrape pas à moyen terme, la perte de croissance de ces dernières années compte tenu des ajustements qui sont en cours.

États-Unis : résumé des prévisions

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

	2009				2010				2011				2008	2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-1,2	-0,2	0,4	1,2	0,9	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,0	-2,6	2,6	1,7
PIB par tête													-1,0	-3,6	1,4	0,5
Consommation des ménages	-0,1	-0,4	0,5	0,2	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	-0,3	-1,2	1,4	1,6
Dépenses publiques ¹	-0,8	1,5	0,4	-0,4	-0,4	1,0	0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	2,8	1,6	0,9	0,4
FBCF privée <i>dont</i>	-10,4	-2,7	0,2	-0,3	0,8	4,5	2,0	1,6	1,6	1,6	1,4	1,4	-6,3	-18,4	4,9	7,3
Logement	-10,6	-5,3	2,5	-0,2	-3,2	6,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	-24,0	-22,9	2,5	9,3
Productive	-10,3	-1,9	-0,4	-0,4	1,9	4,1	2,0	1,5	1,5	1,5	1,2	1,2	0,3	-17,1	5,5	6,8
Exportations de biens et services	-7,8	-0,3	2,9	5,6	2,7	2,2	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6	6,0	-9,5	11,7	7,0
Importations de biens et services	-10,3	-2,8	5,1	1,2	2,7	7,3	1,5	1,5	1,3	1,2	1,0	1,0	-2,6	-13,8	12,5	6,7
Variations de stocks	-126	-162	-128	-37	44	63	65	50	30	30	30	30	-37,6	-113,1	55,6	30,0
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-1,7	-0,3	0,5	0,1	0,4	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	-0,7	-3,3	1,8	2,1
Variations de stocks	-0,2	-0,3	0,3	0,7	0,6	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,5	-0,6	1,3	-0,2
Commerce extérieur	0,7	0,4	-0,4	0,5	-0,1	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,1	-0,4	-0,2
Prix à la consommation ²	-0,2	-1,0	-1,6	1,5	2,4	1,8	1,1	0,6	0,4	0,8	0,7	0,8	3,8	-0,3	1,5	0,7
Taux de chômage, en %	8,2	9,3	9,7	10,0	9,7	9,7	9,6	9,6	9,6	9,5	9,5	9,4	5,8	9,3	9,6	9,5
Solde courant, en points de PIB	-2,7	-2,4	-2,8	-2,8	-3,0	-3,4	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-4,7	-2,7	-3,5	-3,8
Solde public, en points de PIB													-6,3	-11,3	-11,0	-9,8
Impulsion budgétaire													1,6	0,8	0,0	-0,9
PIB zone euro	-2,5	-0,1	0,4	0,2	0,3	1,0	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	-4,0	1,7	1,7

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), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2010.