

États-Unis: sueurs froides

Sur fond de crise financière encore aiguë en début d'année, l'économie américaine devrait connaître un repli nettement plus marqué de son activité en 2008 et 2009. Le risque d'une entrée en récession pointe au premier trimestre mais devrait être levé avec la mise en place d'un *policy-mix* très actif, destiné à très court terme à stabiliser les marchés et favoriser le retour de la confiance, et, à l'horizon des prochains trimestres, à soutenir la demande. Après 2,2 % en 2007, la croissance serait de 1,2 % en 2008 et 1,5 % en 2009, avec un rythme en fin d'année équivalent au rythme de la croissance potentielle.

Risque de récession en 2008...

Malgré la crise immobilière et l'éclatement de la crise financière liée aux *subprime* en août dernier, la croissance a affiché des scores encore honorables en 2007. Bénéficiant pour la première fois depuis plus de dix ans d'une contribution positive du commerce extérieur et d'une demande intérieure hors stocks qui a bien résisté aux turbulences financières, elle a atteint 2,2 % en moyenne annuelle et a culminé à 1,2 % au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. La fin d'année a été nettement plus morose du fait d'un net déstockage et d'un moindre investissement au sein des entreprises, du ralentissement de la consommation des ménages et enfin de la poursuite de la chute de l'investissement logement.

Mais surtout le début de l'année 2008 marque un nouvel infléchissement. Les derniers indicateurs conjoncturels disponibles font état d'une nette dégradation, tant du côté de l'offre que de la demande. La production industrielle, stable entre août 2007 et janvier 2008, baisse en février, et probablement en mars si l'on en juge la chute du climat général des affaires dans les entreprises, selon l'enquête de la Réserve fédérale de New York, tandis que les nouvelles commandes reculent depuis décembre. Dans la construction, l'activité a continué de faiblir en janvier et février. Les permis de construire baissent encore et les mises en chantier, après une contraction sur un mois de 14,8 % en décembre, sont tout juste stabilisées.

Du côté de la consommation, les indicateurs de confiance des ménages, publiés par l'Université du Michigan et par le *Conference Board*, ont plongé en janvier et février pour atteindre le niveau des récessions de 1990-1991 et 2001. Surtout, les conditions de formation des revenus se dégradent rapidement. Bien qu'il ait encore augmenté en variation trimestrielle en fin d'année 2007, le revenu des ménages avant transfert, indicateur coïncident selon le NBER, baisse depuis novembre, notamment en janvier (- 0,4 % sur un mois). Cette évolution est confirmée par celle de l'emploi et des salaires. Dans le secteur privé non-agricole, des pertes d'emplois sont enregistrées de décembre à février, avec une nette accélération du mouvement ce dernier mois. En plus de la contraction dans l'industrie manufacturière, la construction (- 325 000 depuis février 2007, avec une accélération depuis novembre 2007) et les services financiers (- 124 000 depuis janvier 2007 avec une accélération au second semestre 2007), les destructions d'emplois apparaissent dans le commerce de détail depuis septembre (49 000), le commerce de gros depuis décembre (14 000) et les services aux entreprises depuis janvier (29 000).

Simultanément, la progression des salaires continue de ralentir (3,7 % sur un an en janvier et février après 4,2 % un an plus tôt) et ce particulièrement dans le secteur des services. Enfin, la hausse du prix du pétrole et des produits alimentaires dope l'inflation et érode le pouvoir d'achat des revenus. Le déflateur de la consommation a augmenté de 1,2 point à 3,7 %, entre la moyenne à 2,5 % des neuf premiers mois de l'année 2007 et janvier 2008 et les prix à la consommation, de près de 2 points entre la même période et février, à 4,1 %.

Combinée au stress qui se maintient sur les marchés financiers et à l'assèchement des crédits aux ménages (à l'exception des refinancements qui sont restés élevés) mais aussi aux entreprises, cette mauvaise conjoncture fait craindre une entrée en récession. De fait, nous prévoyons une baisse de la demande intérieure totale de - 0,2 % au premier trimestre, mais la dynamique du commerce extérieur serait suffisante pour éviter une baisse du PIB.

... contré par un *policy-mix* offensif

Néanmoins, l'inquiétude est suffisamment fondée pour que les autorités monétaires et le gouvernement mettent tout en œuvre pour stabiliser le système bancaire et éviter la récession. Depuis la crise de l'été dernier, la Réserve fédérale a baissé son taux objectif des *Fed funds* de 3 points à 2,25 %, dont 2 points depuis le 21 janvier 2008, et a ramené l'écart entre le taux d'escompte et le taux des *Fed funds* de 1 à 0,25 point de base. Elle a continué de mener des mesures d'urgence pour assurer la liquidité du marché monétaire. Simultanément, le gouvernement a fait voter, en février dernier, un plan de relance de 168 milliards de dollars sur deux ans (soit 1,2 point de PIB), dont 156 milliards pour 2007, avec 100 milliards destinés aux ménages sous la forme d'un remboursement d'impôts (équivalent à une baisse de 1 point du taux de prélèvements) et 50 milliards destinés aux entreprises. Le versement aura lieu d'avril à décembre.

Mais le « rachat » orchestré par la Réserve fédérale et J.P. Morgan Chase & Co de la banque d'investissement Bear Sterns le 16 mars dernier, pour éviter la faillite, souligne que les difficultés ne sont pas terminées. La baisse des cours boursiers et, surtout, la dépréciation du dollar, résultat de la crise et de la perte de confiance en la devise américaine (- 10 % en terme effectif sur un an) en témoignent.

Plusieurs questions se posent aujourd'hui et hypothèquent notre scénario de croissance à l'horizon 2009. La crise financière va-t-elle continuer ? La politique clairement expansionniste suffira-t-elle à éviter la récession ? Le risque inflationniste est-il écarté ?

Notre scénario central s'appuie sur plusieurs hypothèses.

— La crise du système bancaire américain est évitée et le dollar ne devrait baisser au-delà de 1 euro pour 1,60 dollar au deuxième trimestre.

— L'offre de prêt restera contrainte en 2008, malgré les injections de liquidités et la baisse des taux d'intérêt.

— Le plan de relance soutiendra l'activité en 2008, notamment la consommation des ménages à hauteur de 0,6 point (on suppose que 40 % des remises d'impôts seront épargnées) mais ne suffira pas à remettre l'économie sur les rails d'une croissance soutenue dès la fin de l'année.

■ Christine Riffart

— Enfin, la crise immobilière devrait se poursuivre en 2008 et 2009.

Concernant ce dernier point, la baisse des prix devrait se poursuivre en 2008 du fait des déséquilibres persistants entre l'offre et la demande de logements. Le stock de logements invendus baisse très timidement depuis novembre (la remontée de janvier efface le chemin des deux mois précédents) et les délais de vente déjà extrêmement longs, continuent d'augmenter. Résultat, les prix continuent de baisser rapidement : 5,4 % au quatrième trimestre par rapport au précédent selon l'indice S&P Case-Shiller, soit 8,9 % sur un an, et les prix moyens des maisons neuves de 7,7 % au premier trimestre 2008, soit 14,1 % sur un an. Néanmoins, cet ajustement a permis de résoudre une partie de la demande. Le ratio prix médian dans l'ancien/revenu médian reste 15 % plus élevé (après 40 % en 2005) que son niveau moyen de longue période (très stable) et l'indicateur d'accessibilité, bénéficiant de la baisse des taux hypothécaires, est revenu vers sa tendance de la seconde moitié des années 1990. Dès lors, il est possible que la remontée des prix se produise avant la fin de l'année, ce qui limiterait les risques de faillites et de saisies immobilières. On suppose également que l'investissement logement continuera de baisser au premier trimestre 2008, se stabilisera à un bas niveau (l'indicateur NAHB est stable de janvier à mars) puis reprendra modérément vers la fin d'année pour retrouver son niveau de 2002 à la fin 2009.

L'effet négatif de richesse immobilière combiné au ralentissement des crédits devrait peser sur la consommation des ménages, déjà plombée par la faible progression des revenus. L'emploi devrait baisser tout au long de 2008 et les salaires progresser modérément du fait de la hausse d'un point du taux de chômage à 5,8 % fin 2009. Après prise en compte du cadeau fiscal en 2008, le RDB réel augmenterait de 0,8 % en 2008 et de 1,4 % en 2009. Le taux d'épargne, déjà proche de 0 % à la fin 2007, pourrait baisser encore légèrement au premier semestre 2008, avant de remonter au deuxième semestre vers 1 % et rebaisser en 2009 pour soutenir la consommation. L'investissement des entreprises devrait s'ajuster à la demande. Le taux d'investissement devrait avoir atteint son point haut fin 2007-début 2008, mais la forte réactivité de cette composante à une demande en berne devrait le faire baisser d'un point d'ici fin 2009. Enfin la contribution de la demande extérieure devrait rester positive sur toute la période du fait d'un ralentissement des importations et surtout d'une bonne dynamique des exportations, soutenue par la compétitivité du dollar.

Si nous pensons que la récession est évitée, notamment du fait d'une politique économique très active car privilégiant la croissance, la question de l'inflation demeure. Les anticipations inflationnistes sont actuellement orientées à la hausse (vers des rythmes de 3 % l'an), signifiant que la baisse du dollar et la hausse du prix des matières premières pourraient alimenter des hausses plus fortes de salaires. Ce n'est pas ce que l'on observe jusque-là. Si l'inflation est supérieure à 4 % l'an depuis novembre 2007, à cause de la hausse des produits pétroliers et alimentaires qui y contribue pour presque 2 points, l'inflation sous-jacente demeure autour de 2,4 % l'an et a été nulle sur un mois, en février. La stabilisation du prix du pétrole autour de 105 dollars le baril et du taux de change dès le deuxième trimestre pourrait ramener l'inflation totale vers 2,2 % d'ici fin 2009. L'inflation sous-jacente se maintiendrait à 2,4 % en 2009.

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	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,2	0,9	1,2	0,2	0,0	0,1	0,2	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	2,9	2,2	1,2	1,5				
Consommation des ménages	0,9	0,3	0,7	0,5	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,2	0,2	0,4	0,4	3,1	2,9	1,0	1,1				
Dépenses publiques ¹	-0,1	1,0	0,9	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,8	2,0	1,9	1,2				
FBCF totale	-0,9	1,1	0,2	-0,5	-0,9	-1,5	-1,5	-0,7	-0,3	0,5	0,7	1,1	2,9	-1,8	-3,0	-0,9				
Dont																				
Logement	-4,4	-3,1	-5,6	-7,0	-4,0	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0	1,5	1,5	-4,6	-17,0	-12,1	6,3				
Productive privée	0,5	2,6	2,3	1,7	0,0	-2,0	-2,0	-1,5	-1,0	0,0	0,5	1,0	6,6	4,8	0,1	-3,1				
Exportations de biens et services	0,3	1,8	4,5	1,2	1,8	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,0	2,0	8,4	8,0	8,9	8,9				
Importations de biens et services	1,0	-0,7	1,1	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,5	0,8	1,2	1,2	1,2	5,9	1,9	0,8	3,2				
Variations de stocks	0,1	5,8	30,6	-10,1	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	40,3	6,6	-15,0	-15,0				
<i>Contributions</i>																				
Demande intérieure hors stocks	0,5	0,6	0,7	0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	3,0	2,1	0,6	0,8				
Variations de stocks	-0,2	0,0	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,2	0,0				
Commerce extérieur	-0,1	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,6	0,9	0,6				
Prix à la consommation ²	2,4	2,6	2,4	4,0	4,1	3,8	3,8	3,0	2,5	2,2	2,2	2,4	3,2	2,9	3,7	2,3				
Taux de chômage, en %	4,5	4,5	4,7	4,8	4,8	5,0	5,2	5,4	5,5	5,6	5,7	5,8	4,6	4,6	5,1	5,6				
Solde courant, en points de PIB	-5,9	-5,5	-5,1	-4,9	-5,1	-5,0	-4,9	-4,8	-4,7	-4,7	-4,7	-4,8	-6,2	-5,3	-5,0	-4,7				
Solde public, en points de PIB																				
Impulsion budgétaire																				
PIB zone euro	0,7	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	2,9	2,6	2,0	2,2				

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 2008