

## États-Unis: retour à la réalité

Après révision de la croissance au quatrième trimestre à 0,6 % après 0,9 % annoncé, le PIB aura progressé de 3,3 % en 2006. En dépit de la crise sur le marché de l'immobilier et d'un environnement monétaire plutôt restrictif, l'activité est donc restée plutôt bien orientée même si le ralentissement est engagé depuis le deuxième trimestre 2006 et s'étend progressivement à l'ensemble des composantes de la demande. Cette résistance commence à connaître des failles fin 2006. L'économie américaine vit à crédit depuis trop longtemps pour qu'elle en ignore aujourd'hui les conséquences. L'ajustement qui s'est opéré sur le marché de l'immobilier devrait s'approfondir en 2007 et entraîner un relâchement monétaire par la Réserve fédérale suffisant pour contenir la crise. Au final, la croissance devrait ralentir à 2 % en 2007 et repartir en 2008. Après 1,9 % fin 2007, la croissance terminerait l'année 2008 sur un rythme de 3 % l'an.

### Une croissance qui résiste bien en 2006

Après deux années d'activité soutenue et un premier trimestre 2006 excessivement dynamique (1,4 % par rapport au trimestre précédent), la croissance américaine est entrée dans une phase de repli conjoncturel au printemps dernier. Initié par le resserrement des taux d'intérêt en 2004 sur fond d'endettement élevé des ménages, le retournement s'est opéré sur le marché de l'immobilier qui, après dix années fastes, plonge littéralement. Au quatrième trimestre, et malgré la stabilisation des mises en chantier l'investissement logement a encore reculé de 5,2 % par rapport au trimestre précédent et de 12,6 % sur un an. Comptant pour 5,5 % de la demande en 2005, il a contribué à faire baisser la croissance du PIB de 0,7 point sur l'ensemble de l'année. Quasiment stable lors de la récession de 2001, il faut remonter à 1990 pour retrouver des chutes aussi marquées de l'investissement logement. Simultanément, les transactions immobilières se sont effondrées et les indicateurs de prix, selon les sources retenues, font apparaître une baisse, et au mieux un ralentissement (l'indice des prix de ventes répétées publié par l'OFHEO a progressé de 5,9 % au quatrième trimestre, après 13 % au début d'année 2006). Ce revirement est resté circonscrit puisque la consommation des ménages a été relativement vigoureuse, notamment en fin d'année avec une hausse de 1 % sur un trimestre, soit 3,6 % sur un an. Contre toute attente, les ménages ont pleinement tiré parti du regain de pouvoir d'achat que la baisse des prix de détail, tirée par celle des produits pétroliers, leur a offert, pour accroître leurs dépenses. Le déflateur de la consommation a baissé de 0,2 %, après des hausses de 1 et 0,6 % aux deuxième et troisième trimestres. Les revenus salariaux, quant à eux, sont restés dynamiques sous l'effet du maintien d'importantes créations d'emplois et de hausses de salaires, normales à cette phase du cycle. Le taux d'épargne est resté négatif à 1,1 %.

En amont, les ventes de l'industrie et du commerce de gros stagnent depuis le début de l'année, entraînant un gonflement de stocks involontaires qui s'est atténué en fin d'année avec le surcroît de consommation. Au quatrième trimestre, la contribution des variations de stocks à la croissance a été très négative tout comme a été positive la contribution des importa-

tions qui ont fortement décri. La production industrielle stagne depuis l'été, et les taux d'utilisation des capacités ont reculé au quatrième trimestre. Dans ce contexte, les entreprises ont ajusté leurs plans d'investissement. La FBCF productive, notamment dans l'achat de matériels d'équipement a baissé de 0,6 % en fin d'année tandis que les commandes de biens de capital cessaient d'augmenter.

## À la croisée des chemins

Pour autant, derrière cet ajustement qui semble contrôlé, les dérapages ne sont pas exclus. La Réserve fédérale qui depuis juillet 2006 a laissé le taux objectif des *Fed funds* à 5,25 %, reste pour l'instant dans l'expectative. A cette phase du cycle, la question de l'inflation se pose du fait des tensions sur le marché du travail. Si l'inflation mesurée sur la base de l'IPC est passée de 4 % en juillet à 2,1 % en janvier, c'est exclusivement le fait de la baisse des prix du pétrole. Cet effet prendra fin dès que l'effet de base aura disparu, à la fin du quatrième trimestre 2007. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente s'est accélérée. Elle est passée de 2,1 % au début d'année à 2,8 % l'été dernier et à 2,7 % en janvier 2007. La composante « logement » tire désormais l'indice vers le haut mais surtout les pressions salariales s'attisent. La productivité horaire du travail a ralenti car l'emploi salarié, tiré par les créations dans les services, a moins ralenti que la production, mais elle se maintient autour de 2 % l'an. Le taux de chômage semble avoir atteint un point bas, à 4,5 % depuis la fin de l'année, très en dessous de son niveau d'équilibre que l'on peut situer autour de 5,2 %. C'est en tout cas à ce niveau là que les salaires se sont accélérés par rapport à leur tendance passée. Le salaire horaire du secteur privé a augmenté sur un an de 4,1 % au quatrième trimestre 2006, contre 3 % un an plus tôt. Néanmoins, nous pensons que le risque inflationniste devrait rester contenu. Tout d'abord, en instantané, l'inflation sous-jacente a ralenti au quatrième trimestre (de 0,8 % aux deuxième et troisième trimestres à 0,5 %). Ensuite, les rapports officiels sur l'emploi confirment la baisse de la durée du travail et le ralentissement des créations d'emplois en janvier et surtout en février. Les entreprises tendent à accélérer l'ajustement de l'emploi à l'activité. Cet ajustement devrait peser sur les salaires qui ont déjà légèrement moins augmenté en fin d'année 2006. Il est possible qu'au premier semestre 2007, l'inflation salariale reste encore un peu élevée, ce qui devrait différer la baisse des taux d'intérêt par la Réserve fédérale au milieu de l'année. En effet, tant que la détente des tensions ne sera pas visible dans les prix, la Réserve fédérale ne devrait pas desserrer ses taux. Le taux de marge des entreprises se situe à un sommet historique au troisième trimestre 2006. Les entreprises peuvent supporter des hausses de coûts sans les faire passer dans les prix finaux.

L'autre risque auquel est confrontée la Réserve fédérale est celui d'une transmission de la crise immobilière aux ménages endettés et aux marchés financiers. Et ce, d'autant que la situation que l'on pensait stabilisée s'est de nouveau fortement dégradée ces derniers mois et semaines. Si les permis de construire restent stables depuis novembre dernier, les mises en chantiers dont on pensait leur point bas atteint, ont chuté de 14,3 % en décembre sur un mois. Elles accusent au total une contraction de près de 40 % sur un an. Les ventes de logements neufs ont reculé de 16,6 % en janvier par rapport à février (30 % par rapport au point haut d'octobre 2005). Selon la *National*

*Association of Realtors*, les prix moyen et médian de l'ancien ont chuté de respectivement 5,2 % et 4,1 % respectivement sur un mois, marquant une nette détérioration par rapport au mouvement des mois précédents. Enfin, la hausse du taux de défaillance des ménages les plus fragiles, les difficultés de plusieurs établissements financiers engagés sur le segment des *subprimes*, crédits hypothécaires les plus à risque, et la flambée des *spreads* exigés sur les marchés secondaires des titres de créances illustrent bien le risque de propagation de la crise immobilière.

## Du doigté dans la politique monétaire

On suppose ici que le risque récessif est le plus fort mais que le gouverneur de la Réserve fédérale saura alléger la pression financière qui pèse sur les ménages et éviter la propagation aux autres secteurs, dès que les signes de détente sur les prix seront émis. Les taux d'intérêt à court terme pourraient alors baisser dès la fin du deuxième trimestre passant de 5,17 % début 2006 à 4,25 % au printemps 2008.

L'activité dans la construction devrait repartir au deuxième trimestre 2007 (l'indicateur NAHB va dans ce sens) et les prix de l'immobilier pourraient se stabiliser vers le milieu de l'année. L'érosion des refinancements et de l'extraction hypothécaire devraient freiner la consommation des ménages qui progresserait sur des rythmes de 0,4-0,5 % par trimestre avant de réaccélérer au deuxième semestre 2008. Il est certain en tout cas que les ménages ne pourront plus compter sur les plus values immobilières pour justifier de leur endettement et donc de la dynamique de leur consommation. Le retour à la réalité devrait les inciter à la prudence, même si le taux d'épargne restera négatif à l'horizon de notre prévision. En phase avec cette conjoncture, l'investissement des entreprises sera fortement affecté en 2007.

Le commerce extérieur constituerait un soutien opportun à la croissance cette année. La baisse du dollar enregistrée depuis 2002 (35 % par rapport à l'euro et 30 % en termes effectifs depuis le point haut du début 2002) commence à produire ses effets. En 2006, les Etats-Unis ont enfin cessé de perdre des parts de marché à l'exportation et ont commencé à en gagner en fin d'année. Cette tendance devrait se confirmer en 2007 du fait de la légère dépréciation du dollar attendue pour cette année. Les importations ont été exceptionnellement faibles en fin d'année 2006. Elles devraient augmenter modérément par la suite. Le solde courant devrait donc cesser de se dégrader en 2007 et l'amélioration enregistrée en fin d'année, persister. Néanmoins les exportations ne représentant en valeur que 65 % des importations, la résorption du déficit est loin d'être acquise. Celui-ci pourrait rester autour de 5,7 % du PIB à l'horizon de notre prévision.

Après cette année charnière, la croissance devrait repartir en 2008 autour de 2,5 %. Les entreprises devraient cesser d'ajuster leurs stocks. Au contraire, en 2008, la contribution de la variation des stocks sera légèrement positive. Mais surtout la consommation puis l'investissement se raffermiraient. Le taux d'épargne des ménages resterait négatif fin 2008 autour de 0,5 % du RDB.

## États-Unis : résumé des prévisions

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

	2006				2007				2008				2005				2006				2007				2008															
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4								
PIB	1,4	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8	0,9	0,6	0,7	0,8	0,9	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2	3,2	3,3	3,3	3,2
Consommation des ménages	1,2	0,6	0,7	1,0	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	3,5	3,2	3,2	3,2	3,5	3,2	3,2	3,2	3,5	3,2	3,2	3,2	3,5	3,2	3,2	3,2	3,5	3,2	3,2	3,2				
Dépenses publiques <sup>1</sup>	1,2	0,2	0,4	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,9	2,1	2,1	2,1	0,9	2,1	2,1	2,1	0,9	2,1	2,1	2,1	0,9	2,1	2,1	2,1	0,9	2,1	2,1	2,1				
FBCF totale	2,2	-0,2	0,1	-2,0	0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,6	0,9	1,1	1,1	0,6	0,9	1,1	1,1	7,4	3,5	-1,5	2,2	7,4	3,5	-1,5	2,2	7,4	3,5	-1,5	2,2	7,4	3,5	-1,5	2,2	7,4	3,5	-1,5	2,2				
Dont																																								
Logement	-0,1	-2,9	-5,0	-5,2	-2,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	8,6	-4,2	-8,5	3,2	8,6	-4,2	-8,5	3,2	8,6	-4,2	-8,5	3,2	8,6	-4,2	-8,5	3,2	8,6	-4,2	-8,5	3,2				
Productive privée	3,3	1,1	2,4	-0,6	1,0	-0,2	-0,5	0,0	0,5	1,0	1,2	1,2	0,5	1,0	1,2	1,2	6,8	7,3	1,6	1,9	6,8	7,3	1,6	1,9	6,8	7,3	1,6	1,9	6,8	7,3	1,6	1,9	6,8	7,3	1,6	1,9				
Exportations de biens et services	3,3	1,5	1,7	2,5	2,1	2,1	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	6,8	8,9	8,6	8,9	6,8	8,9	8,6	8,9	6,8	8,9	8,6	8,9	6,8	8,9	8,6	8,9	6,8	8,9	8,6	8,9				
Importations de biens et services	2,2	0,4	1,4	-0,6	1,0	1,0	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	6,1	5,8	3,0	5,7	6,1	5,8	3,0	5,7	6,1	5,8	3,0	5,7	6,1	5,8	3,0	5,7	6,1	5,8	3,0	5,7				
Variations de stocks	41,2	53,7	55,4	17,3	0,0	0,0	0,0	0,0	10,0	20,0	30,0	50,0	10,0	20,0	30,0	50,0	19,7	41,9	0,0	27,5	19,7	41,9	0,0	27,5	19,7	41,9	0,0	27,5	19,7	41,9	0,0	27,5	19,7	41,9	0,0	27,5				
Contributions																																								
Demande intérieure hors stocks	1,4	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,6	0,7	0,7	3,8	3,2	2,0	2,2	3,8	3,2	2,0	2,2	3,8	3,2	2,0	2,2	3,8	3,2	2,0	2,2	3,8	3,2	2,0	2,2				
Variations de stocks	0,0	0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2	-0,3	0,2	-0,4	0,2				
Commerce extérieur	0,0	0,1	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,5	0,1	-0,3	0,0	0,5	0,1	-0,3	0,0	0,5	0,1	-0,3	0,0	0,5	0,1	-0,3	0,0	0,5	0,1				
Prix à la consommation <sup>2</sup>	3,7	4,0	3,4	1,9	1,9	1,5	1,4	2,5	2,7	2,5	2,4	2,4	2,7	2,5	2,4	2,4	3,4	3,2	1,8	2,5	3,4	3,2	1,8	2,5	3,4	3,2	1,8	2,5	3,4	3,2	1,8	2,5	3,4	3,2	1,8	2,5				
Taux de chômage, en %	4,7	4,7	4,7	4,5	4,6	4,6	4,6	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1	4,9	5,0	5,0	5,1	5,1	4,6	4,7	5,0	5,1	4,6	4,7	5,0	5,1	4,6	4,7	5,0	5,1	4,6	4,7	5,0	5,1	4,6	4,7	5,0				
Solde courant, en points de PIB	6,6	6,6	6,9	5,8	5,9	5,8	5,7	5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	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	-5,7	-6,4	-6,5	-5,8	-5,7				
Solde public, en points de PIB																																								
Impulsion budgétaire																																								
PIB zone euro	0,8	1,0	0,5	0,9	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	1,5	2,8	2,6	2,7	1,5	2,8	2,6	2,7	1,5	2,8	2,6	2,7	1,5	2,8	2,6	2,7	1,5	2,8	2,6	2,7				

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, comptes définitifs du quatrième trimestre 2006), Bureau of Labor Statistics (BLS), Congressional Budget Office (CBO), prévision OFCE avril 2007.