

États-Unis : une croissance en demi-teinte

Après la stagnation de 2008 et la récession de 2009, la croissance du PIB américain est redevenue positive en 2010 pour atteindre 2,8 % sur l'ensemble de l'année. Le PIB a retrouvé son niveau d'avant-crise mais rien n'indique qu'il reviendra sur sa tendance passée. Les contraintes continuent à peser sur les comportements des agents privés, notamment les ménages qui font face à des pertes toujours importantes de patrimoine et à un pouvoir d'achat en berne. Par ailleurs, notre scénario prend en compte le début du resserrement budgétaire dès cette année. Nous prévoyons une croissance de 2,2 % en 2011 et 2,4 % en 2012.

Une reprise timide...

La croissance américaine est repartie au second semestre 2009 principalement tirée par les deux composantes clés de cette phase du cycle : le réamorçage de la consommation des ménages et l'arrêt du déstockage dans les entreprises. Rejointe en 2010 par la reprise de l'investissement productif, cette dynamique a permis au PIB de retrouver à la fin 2010 son niveau d'avant-crise, c'est-à-dire du deuxième trimestre 2008.

Sans être remise en cause, cette logique de reprise doit être nuancée au dernier trimestre 2010. Après une progression moyenne de 0,6 % sur les trois trimestres précédents, la consommation des ménages s'est accélérée de 1 % sur un trimestre en fin d'année, soutenue par les achats de biens durables et notamment d'automobiles qui ont progressé de 10,4 % (après 1,7 % et 1,3 % aux deuxième et troisième trimestres respectivement), soit 12,9 % sur un an : ce poste explique un quart de la croissance de la consommation ce trimestre là. Pourtant, avec 0,3 % en termes réels, les revenus n'ont pas progressé plus rapidement qu'avant. Après la reprise au premier semestre 2010, l'emploi a stagné. Les taux d'imposition et des cotisations sociales ont recommencé à augmenter dans le courant de l'année 2010. Enfin, l'envolée des prix du pétrole en fin d'année a érodé d'un demi-point le pouvoir d'achat des ménages. C'est donc la baisse du taux d'épargne des ménages – à 5,4 % au dernier trimestre 2010 après 6,0 % au troisième trimestre 2010 – qui a permis à la consommation d'accélérer en cette fin d'année.

Ce surcroît de consommation a donné lieu à un arrêt du stockage dans l'ensemble des entreprises. Dans le commerce de détail, et notamment chez les concessionnaires automobiles, les stocks ont même baissé de 1,6 %. Un même mouvement est constaté dans le commerce de gros des biens de consommation non durables. Alors que le restockage avait soutenu l'activité sur les trois premiers trimestres 2010, l'arrêt du mouvement a joué négativement sur l'activité en fin d'année : la contribution des variations des stocks à la croissance a été de -0,8 point.

Au-delà de son profil très chahuté en 2010, l'investissement logement a baissé sur la deuxième moitié de l'année. Depuis la fin 2005, la baisse en cumulé frôle les 60 % et rien n'indique un retournement de tendance. L'indicateur d'activité NAHB reste stable à des niveaux historiquement faibles : 16 contre une moyenne à 55 entre 1985 et 2006. Les permis de construire et mises en chantier se maintiennent autour de 500 000 depuis janvier 2009, après 2 millions avant la crise. Malgré des conditions d'offre très attractives, nombre de ménages ne peuvent pas rester ou ne souhaitent pas devenir propriétaires et s'orientent

vers le marché de la location : le taux de ménages propriétaires est passé d'un maximum de 69 % en 2004-2005 à 66,5 % fin 2010. Les ventes de logements neufs sont quatre fois moins élevées qu'avant la crise et les ventes dans l'ancien, malgré la forte volatilité enregistrée depuis 2009, n'indiquent aucun retournement de tendance à la hausse. Du côté des prix, l'indice S&P/Case-Shiller est stabilisé depuis 2009 mais l'indice de l'OFHEO (hors refinancement) a continué de baisser sur l'ensemble de l'année 2010 (4 % sur un an en fin d'année). Cette divergence peut s'expliquer en partie par la différence de champs couverts. Les deux indices s'appuient sur le principe des ventes répétées et donc prennent en compte l'effet qualité des logements, mais l'indice S&P/Case-Shiller a une couverture géographique nettement moins large que l'indice de l'OFHEO : treize États ne sont pas couverts et vingt-neuf ne le sont que partiellement. En revanche, il prend en considération l'ensemble des ventes indépendamment de leurs sources de financement, à la différence de l'indice de l'OFHEO qui ne considère que les ventes financées par des prêts conventionnels de premier rang. Il est donc possible que les prix aient continué à baisser dans les États non couverts par l'indice S&P.

Les entreprises, elles, ont fini d'ajuster leurs coûts de production pour restaurer leur rentabilité. Le taux de marge, notamment des SNF, n'a jamais été aussi élevé qu'à l'été 2010. La progression de la productivité horaire du travail s'était retournée à la fin 2008 pour culminer au rythme de 6 % l'an fin 2009-début 2010. La reprise de l'emploi en 2010 a progressivement ramené les gains sur un rythme de 1,7 % à la fin de l'année. Malgré la violence de la récession, la productivité s'est au final moins dégradée que lors des crises passées, à l'exception de celle de 2001. Aidé par le ralentissement des hausses de salaires, cet ajustement a permis une baisse des coûts salariaux unitaires de 3,5 % entre la fin 2008 et la fin 2009 et une stabilisation en 2010. Dans l'industrie, le taux d'utilisation des capacités de production reste bas, bien qu'il ait récupéré plus de la moitié de sa baisse de 2008 et 2009 et la demande anticipée reste faible. Compte tenu de l'absence de contraintes sur le capital, l'investissement est reparti : 10 % sur un an au quatrième trimestre 2010. Les commandes de biens d'équipement qui avaient rebondi début 2010 se sont retournées à la baisse en novembre dernier. Malgré des *spreads* en baisse et des conditions de crédits de la part des banques qui se sont nettement assouplies, les entreprises continuent de privilégier l'autofinancement. Les sources de financement externe restent le marché obligataire et depuis peu, les emprunts auprès des secteurs non bancaires (établissement de crédits...) : les flux nets sont à nouveau positifs en fin d'année.

... et une croissance sans faste en 2011 et 2012

En ce début d'année 2011, les enquêtes auprès des ménages et des entreprises confirment la reprise mais n'affichent pas un dynamisme qui permettrait le retour sur la tendance d'avant-crise. En effet, plusieurs facteurs viendraient modérer la croissance en 2011 et 2012.

Sur le front des prix, l'inflation s'est accélérée à 1,2 % sur un an au quatrième trimestre 2010 du fait de l'envolée des prix du pétrole et des produits alimentaires tandis que l'inflation sous-jacente ne cessait de ralentir à 0,6 % sur la même période. Le mouvement pourrait se prolonger jusqu'au deuxième trimestre 2011, compte tenu de nos hypothèses de prix des matières premières. Les prix des produits énergétiques pourraient progresser de 18,9 % sur un an au deuxième trimestre 2011 avant de baisser. L'inflation sous-jacente, elle, resterait stable autour de 1,2 % l'an. En effet, les pressions inflationnistes devraient rester largement contenues du fait du ralentissement des salaires nominaux. L'inflation totale devrait avoisiner 1 % l'an tout au long de l'année 2012.

Si l'ajustement de l'emploi est terminé, le ralentissement des salaires devrait se poursuivre jusqu'à la fin de 2012. Le taux de chômage a baissé de près d'un point entre l'automne 2010 et février 2011 à 8,9 % mais il reste encore très supérieur au chômage d'équilibre, estimé avant la crise autour de 5,2 %. La moitié du recul s'explique par la chute du taux d'activité qui dépasse largement l'effet de flexion traditionnellement observé à cette phase du cycle. Le taux d'activité est passé de 68 % en 2008 à 64,2 % en février dernier. En considérant ces travailleurs découragés sortis des statistiques de population active mais déclarant vouloir travailler (soit le halo du chômage), le taux de chômage « augmenté » se situerait à 9,9 % en février et la baisse des derniers mois se réduirait à 0,4 point. Ce déséquilibre devrait continuer de faire pression sur les salaires. Après une progression de 3,6 % en février 2009, 2,5 % en février 2010 et 2,1 % en février 2011, ceux-ci pourraient continuer de ralentir jusqu'à 1,6 % l'an courant 2012.

L'autre aspect est la fin de l'impulsion budgétaire qui avait soutenu le revenu des ménages pendant les trois dernières années. L'adoption en décembre du dernier plan de relance a prolongé certaines mesures qui arrivaient à expiration fin 2010 (crédits d'impôt aux ménages et aux entreprises votés en 2001 et 2003, *Alternative Minimum Tax* pour les classes moyennes, extension des indemnités chômage). En ce sens, elle n'a fait qu'éviter un impact trop récessif de l'arrêt de ces mesures sur les revenus. Mais d'autres mesures du plan de relance de 2009 n'ont pas été reconduites (*Making work tax credit*) : au total, la part des revenus dédiés aux impôts augmente depuis l'automne dernier. Ainsi, en l'absence de nouvelles mesures qui auraient dopé les revenus de 2011 par rapport à ceux de 2010, l'impulsion devient négative dès 2011.

Simultanément, l'ajustement financier des ménages n'est toujours pas achevé, même si l'ensemble de la dette continue à baisser relativement au revenu. Le taux d'endettement est passé de 128 % à 114 % du RDB entre la fin 2007 et la fin 2010 et la dette hypothécaire de 99 % à 88 % sur la même période. Pourtant, rapportée à la valeur de son collatéral immobilier dont le prix ne cesse de baisser, la dette hypothécaire a du mal à reculer : elle est passée de 45 % de la valeur du patrimoine immobilier brut des ménages à la fin 2007 à 57 % au début 2009 et malgré les efforts réalisés, elle en représente encore 55 % à la fin 2010. Malgré la reprise de la Bourse qui a légèrement regonflé les avoirs financiers des ménages, le patrimoine total net des engagements des ménages reste au final encore 40 points en dessous de sa moyenne des vingt dernières années. Cette perte de richesse devrait inciter les ménages à économiser pour reconstituer à moyen terme au moins une partie de leur richesse perdue. La marge de baisse du taux d'épargne est donc limitée par cet objectif patrimonial. Aussi, malgré la faible progression du revenu des ménages en 2011 et 2012, le taux d'épargne ne devrait pas baisser en deçà de 5 %.

Face à l'ensemble de ces contraintes (accélération de l'inflation à court terme, ralentissement des salaires nominaux, pas d'introduction de nouvelles mesures de soutien aux revenus et rigidité à la baisse du taux d'épargne), la consommation des ménages devrait rester modérée en 2011 et 2012 et l'investissement logement ne devrait pas redémarrer avant l'année prochaine. Dans les entreprises, l'ajustement des stocks après la baisse de fin 2010 devrait contribuer favorablement à la croissance au premier semestre avant de devenir neutre. La croissance de l'investissement ne devrait pas s'accélérer compte tenu de l'importance du stock de capital inemployé et de la modération de la demande anticipée.

Au final, la croissance devrait avoisiner 2,2 % en 2011 et 2,4 % en 2012. Hors impulsion budgétaire, elle aurait plutôt été proche de 3,5 %.

Etats-Unis : Résumé des prévisions

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

	2010				2011				2012				2009	2010	2011	2012
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,9	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,3	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	-2,6	2,8	2,2	2,4
PIB par tête	0,7	0,2	0,4	0,5	0,3	0,4	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	5,3	4,5	2,5	1,7
Consommation des ménages	0,5	0,5	0,6	1,0	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	-1,2	1,8	1,9	1,7
Dépenses publiques ¹	-0,4	1,0	1,0	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,6	1,0	0,7	0,4
FBCF privée <i>dont</i>	0,8	4,4	0,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,5	-18,4	3,8	5,3	5,2
Logement	-3,2	5,9	-7,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	1,0	2,0	2,0	3,0	-22,9	-3,0	-0,8	5,1
Productive	1,9	4,0	2,4	1,3	1,4	1,4	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	-17,1	5,6	6,8	5,2
Exportations de biens et services	2,7	2,2	1,6	2,3	2,1	2,1	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	-9,5	11,8	8,6	8,4
Importations de biens et services	2,7	7,5	4,0	-3,3	2,5	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-13,8	12,7	5,4	4,1
Variations de stocks	44	69	121	7	50	70	40	40	40	40	40	40	-113,1	60,4	50,0	40,0
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,4	1,1	0,6	0,8	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-3,3	1,9	2,1	2,0
Variations de stocks	0,6	0,2	0,4	-0,9	0,3	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,6	1,3	-0,1	-0,1
Commerce extérieur	-0,1	-0,8	-0,4	0,8	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	1,1	-0,5	0,2	0,5
Prix à la consommation ²	2,4	1,8	1,2	1,2	1,8	2,5	2,2	1,7	1,0	0,8	1,0	1,2	-0,3	1,6	2,0	1,0
Taux de chômage, en %	9,7	9,6	9,6	9,6	9,0	8,7	8,7	8,8	8,7	8,5	8,3	8,2	9,3	9,6	8,8	8,4
Solde courant, en points de PIB	-3,0	-3,4	-3,5	-3,3	-3,4	-3,4	-3,3	-3,2	-3,1	-2,9	-2,8	-2,7	-2,7	-3,3	-3,3	-2,9
Solde public, en points de PIB													-11,3	-10,6	-9,5	-8,5
Impulsion budgétaire													3,5	0,3	-1,2	-1,1
PIB zone euro	0,4	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	-4,0	1,7	1,4	1,5

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 avril 2011.