

ÉTATS-UNIS : LA FIN DE TOUS LES DANGERS ?

Christine Riffart

Département analyse et prévision

Le choc fiscal mis en place au début de l'année 2013 a pesé sur la croissance. Après 2,8 % en 2012, celle-ci n'a atteint que 1,9 % en moyenne l'année suivante. Mais la reprise s'est réimposée en fin de période. La croissance s'est accélérée au deuxième semestre et l'année se termine sur un rythme de 2,5 % en glissement annuel. Le paysage s'est éclairci et les bons résultats du deuxième semestre devraient augurer d'une croissance désormais un peu plus soutenue. C'est dans ce contexte, alors que l'ajustement budgétaire se poursuit, que la Réserve fédérale a décidé de réduire progressivement ses interventions sur les marchés financiers. La politique monétaire restera très accommodante mais les instruments non conventionnels de la banque centrale se normalisent progressivement. Pour autant, même si la croissance est plus soutenue en 2014 et 2015, elle restera modérée. Certaines contraintes sont en passe d'être levées, notamment du côté des ménages, mais d'autres demeurent (ajustement budgétaire, marché du travail) qui pourraient peser encore lourdement dans les prochains trimestres. C'est pourquoi nous prévoyons une croissance de 2,6 % en 2014 et 2,9 % en 2015.

2013 : plus de rigueur, moins de croissance mais reprise en vue

Avec 1,9 % de croissance en moyenne sur l'année, les performances de l'économie américaine ont été médiocres en 2013. Le nouveau choc fiscal du début d'année a bridé la croissance qui s'était installée en 2012. Malgré cela, celle-ci s'est raffermie au deuxième semestre. Après une hausse de 0,3 % et 0,6 % au premier et deuxième trimestres respectivement, le PIB a progressé de 1 % et 0,6 au cours des deux trimestres suivants. En fin d'année, l'activité

augmentait au rythme de 2,5 % sur un an, soit un peu plus vite que les 2 % atteints à la fin 2012.

Cette accélération résulte principalement du fort soutien des variations de stocks au troisième trimestre 2013 puis, au quatrième trimestre, de la contribution de 0,2 point du commerce extérieur, liée à la très bonne tenue des exportations. La demande intérieure hors stocks s'est raffermie elle aussi en fin d'année, sous l'effet de l'accélération de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises, le taux d'investissement progressant un peu plus vite sur la période. L'investissement logement par contre chute de 2,5 % au quatrième trimestre tandis que les dépenses publiques, en recul depuis 4 ans mais stables aux deuxième et troisième trimestres 2013, ont reculé de 1,4 %. Ce repli est à mettre en partie sur le compte de la crise budgétaire qui avait éclaté entre le 1^{er} et le 16 octobre dernier et conduit, faute de crédits votés par le Congrès, à la fermeture des agences fédérales et à la mise en congé forcé d'une partie du personnel (800 000 fonctionnaires la première semaine et 485 000 la deuxième). Selon le Bureau of Economic Analysis, l'impact direct de ce shutdown, mesuré à partir de la réduction des heures travaillées, et donc des services non rendus, est estimé à 0,3 % sur la croissance du PIB annualisé du quatrième trimestre, soit 0,07 point de PIB non annualisé¹.

Plombé par la mise en place au début d'année de l'American Taxpayer Relief Act of 2012 (hausse de la pression fiscale sur les ménages les plus riches, relèvement de 2 points du taux de cotisations sociales payées par les salariés), le revenu des ménages a progressé, en termes réels, de seulement 0,8 % en 2013, après respectivement 2,4 % et 2,2 % en 2011 et 2012. Mais heureusement, ce choc fiscal est intervenu alors que l'effet richesse redevenait positif. L'effort de désendettement mené depuis 6 ans et la revalorisation depuis 2 ans de l'actif brut des ménages se sont combinés pour qu'à la fin de 2013, l'ajustement bilanciel des ménages soit en partie achevé. La dette brute immobilière

1. Les salaires des fonctionnaires mis en arrêt de travail ayant été versés rétroactivement, la masse salariale n'a finalement pas été affectée. Il en ressort que les dépenses à prix constants du gouvernement fédéral, mesurées sur la base de l'emploi ont baissé de 0,3% mais que les dépenses en valeur n'ont pas été modifiées. Le prix implicite payé sur les salaires a donc augmenté artificiellement de 0,3 point de PIB, ou dit autrement, que les services fournis par le gouvernement ont baissé sans que, au final, le coût n'en ait été réduit.

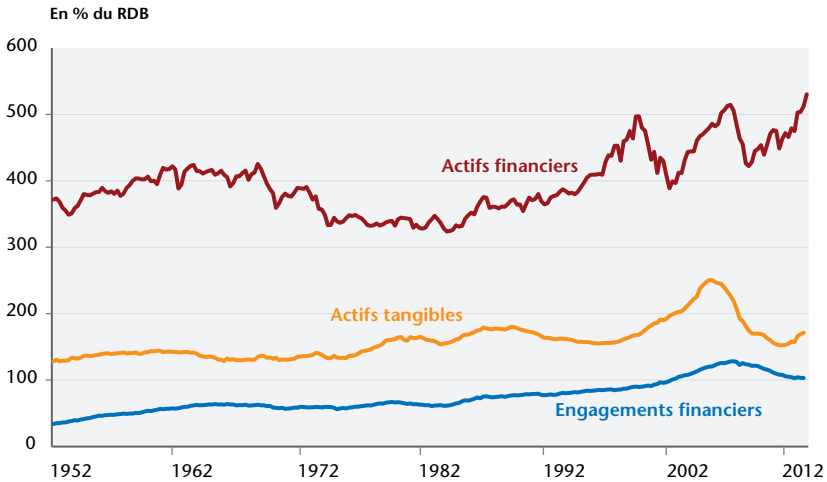
rapportée au revenu des ménages atteint fin 2013 74,3 %, soit son niveau de début 2003. Elle devrait continuer de baisser encore quelques trimestres, à un rythme de moins en moins rapide. Simultanément, la hausse des prix dans l'immobilier initiée au début de 2012 se poursuit. Comparé à son point bas, l'indice Case et Shiller a augmenté de 20 %. Dès lors, la dette immobilière rapportée à la valeur brute de l'actif gagé baisse mais reste encore trop élevée, notamment si on la compare à sa moyenne de long terme (42,6 % contre 37 % en moyenne avant la crise). Pour résumer, la richesse immobilière des ménages, nette de l'encours de dette, est encore légèrement en-deçà de sa tendance historique². D'un maximum de 156 % du revenu en 2006 et d'un minimum à 70,9 % fin 2011, elle est revenue à 100 % fin 2013 pour une moyenne de long terme autour de 108 %. Ceci devrait retarder la reprise du prochain cycle du crédit. Pour autant, même si la richesse est très inégalement répartie, l'ensemble du patrimoine des ménages est très au-delà de la tendance de long terme. L'envolée des cours boursiers en 2013 a enrichi encore davantage les ménages détenteurs de titres financiers : la richesse financière qui croit tendanciellement depuis le début des années 1990 a dépassé ses pics de 2000 et 2007 (graphique 1). Cette reconstitution de la richesse nette des ménages a facilité la baisse du taux d'épargne. Face au tassement du RDB en 2013, le recul de plus d'un point du taux d'épargne à 4,5 % en moyenne sur l'année a permis de maintenir les dépenses de consommation au rythme de 2 % en moyenne.

Si la contrainte du taux d'épargne se desserre, le moteur de la consommation reste malgré tout lié à l'évolution des revenus, et principalement à ceux tirés du travail. Or, les créations d'emplois restent le maillon faible du processus de reprise aux États-Unis. L'emploi total a progressé de 1 % en 2013 (après 1,8 % en 2012) et l'emploi salarié non agricole et plus spécifiquement l'emploi salarié privé, ont cru de respectivement 1,7 % et 2,1 % en 2013, en ligne avec la tendance de 2012. Rapporté à la population en âge de travailler, le taux d'emploi est resté à un niveau bas tout au long de l'année, soit 5 points de moins qu'avant la crise. Pourtant un

2. En 2003 le cycle du crédit était reparti à la hausse alors que le taux d'endettement était encore relativement élevé. Mais la politique monétaire était à cette époque très accommodante et surtout les prix de l'immobilier étaient relativement élevés, ce qui avait largement soutenu la richesse nette des ménages.

retournement pourrait bien être en cours. En janvier et février, le taux d'emploi a très légèrement progressé de 58,6 % à 58,8 %. Cette remontée s'est accompagnée d'une reprise de la population active (+787 000 depuis décembre, après une baisse de 885 000 personnes depuis juin 2013). Le taux d'activité, qui avait perdu 0,7 point entre juin et décembre 2013, a pu au moins se stabiliser. Cette combinaison fait que le taux de chômage ne baisse plus. Avec la hausse de la population active, celui-ci a même légèrement augmenté en février passant de 6,6 % en janvier à 6,7 % de la population active, soit le même niveau qu'en décembre.

Graphique 1. La situation patrimoniale des ménages



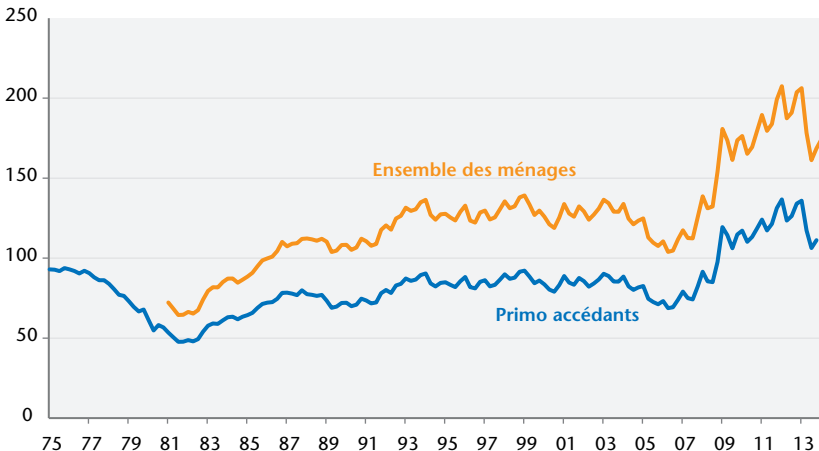
Source : Flow of funds, Federal Reserve.

Malgré cette situation dégradée et persistante sur le marché du travail, la progression des salaires s'est sensiblement accélérée en 2013, et notamment depuis septembre dernier. En février 2014, les salaires horaires ont augmenté de 2,5 % sur un an, contre une moyenne de 1,5 % en 2012. La progression étant supérieure à l'inflation, le pouvoir d'achat des salaires s'est raffermi en 2013 (+0,6 % en 2013), après deux années d'érosion (-1,1 % en 2011 et 0 % en 2012). À la fin 2013, il avait progressé de 1,4 % sur un an.

Cette amélioration n'a pourtant pas empêché la contraction de 2,5 % de l'investissement logement au dernier trimestre 2013. Sans remettre en cause la reprise amorcée sur le marché de l'immobilier en 2011, ce repli montre malgré tout sa fragilité. La remontée

d'1 point des taux d'intérêt hypothécaires en quelques mois, à la suite de l'annonce du changement de cap de la politique monétaire de la Réserve fédérale, a marqué un coup d'arrêt à la reprise. Les mises en chantier ont même baissé : -6,4 % sur 1 an en février 2014, après avoir progressé de 35,9 % un an plus tôt. Cet arrêt brutal intervient alors qu'elles se situent à un niveau encore historiquement faible : 40 % en dessous de leur moyenne de long terme. Les ventes stagnent dans le neuf et enregistrent une chute de 15 % dans l'ancien entre juillet 2013 et février 2014. Les nouveaux crédits hypothécaires, nets des remboursements, qui étaient positifs au troisième trimestre sont redevenus négatifs en fin d'année. Enfin, l'indicateur de la National Association of Home Builders (NAHB) qui retraçait le retour de la confiance chez les promoteurs immobiliers depuis juin (l'indicateur était supérieur à 50) a cessé de s'améliorer par la suite et surtout chute en janvier et février 2014 (à 47). Pourtant, si la reprise des prix immobiliers et le renchérissement récent du coût du crédit rendent les conditions d'achat moins attractives qu'il y a un an, celles-ci n'ont jamais été aussi intéressantes. L'indice d'accessibilité des ménages, et notamment des primo-accédants au marché du crédit s'est rétracté en 2013 mais se situe à des niveaux historiquement élevés (graphique 2).

Graphique 2. Indice d'accessibilité* des ménages au marché du crédit



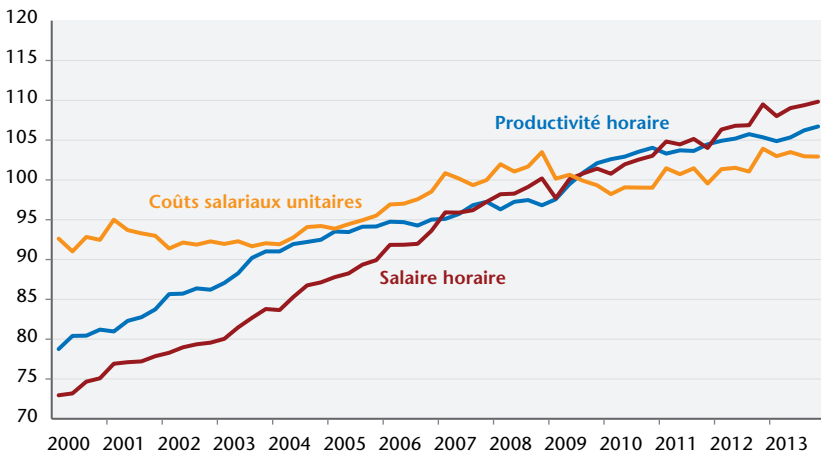
*L'indice d'accessibilité se mesure comme le rapport entre le revenu médian des ménages (des primo-accédants) et le revenu nécessaire à l'achat d'une maison au prix médian, et selon les conditions standard d'un prêt conventionnel (20 % d'apport personnel -10 % pour les primo-accédants, mensualités inférieures à 25 % du revenu).

Source : National Association of Realtors.

Après les hausses enregistrées entre début 2013 et septembre 2013, les taux d'intérêt sont stables. Ils ne devraient pas se resserrer davantage malgré le retrait effectif des interventions de la Fed sur les marchés financiers depuis le 1^{er} janvier, car ce retrait annoncé préalablement a déjà été anticipé par les marchés. La politique monétaire continuera à être très accommodante. Le marché de la construction devrait donc repartir prochainement, les conditions étant réunies pour continuer le mouvement de reprise.

Du côté des entreprises, la situation financière est toujours confortable. Le taux de marge déjà très élevé a encore légèrement augmenté en 2013 : 35,2 au troisième trimestre 2013 après 34,8 % un an plus tôt, ce qui a favorisé de nouvelles hausses des dividendes versés. Cette progression du taux de marge reflète une légère décreue des coûts salariaux unitaires (-0,9 sur un an en fin d'année). D'importants gains de productivité ont été réalisés au deuxième semestre 2013 (1,3 % sur un an en fin de période, après une période de stagnation) et la reprise des salaires n'a fait qu'accompagner cette progression (graphique 3). La productivité du travail étant proche de sa tendance de long terme, les entreprises devraient recommencer à embaucher dans les prochains trimestres avec la reprise de la demande. Le gonflement des stocks apparu au deuxième semestre 2013 pourrait bien témoigner de la préparation des entreprises à cette consolidation de la croissance.

Graphique 3. La formation des coûts salariaux unitaires dans les SNF



Source : Bureau of Economic Analysis.

Les indicateurs conjoncturels sont plutôt bien orientés, même si on peut observer une forte volatilité des enquêtes en fin d'année. Mais surtout le taux d'utilisation des capacités productives se rapproche de sa tendance de long terme. Déjà dans l'industrie manufacturière, les commandes de biens de capital ont repris en 2013 et sans retrouver leur niveau d'avant crise, sont malgré tout conséquentes. Aussi, l'investissement des entreprises pourrait s'accélérer en 2014 et 2015.

Vers un nouveau *policy mix* en 2014 et 2015

En 2014 et 2015, les changements majeurs viendront de la politique économique. La politique budgétaire restera restrictive mais moins qu'en 2013. L'effort budgétaire devrait passer de 1,5 point de PIB en 2013 à 1 point en 2014 et 0,7 point en 2015. Ce desserrement de la politique budgétaire est en partie lié aux résultats meilleurs qu'attendus par le gouvernement en 2013. Le déficit public est passé de 9,3 % en 2012 à 6,4 % l'année dernière et le déficit du gouvernement fédéral de 7,5 % à 4,9 %, du fait notamment d'une baisse plus forte des dépenses discrétionnaires, du remboursement de 88 milliards de dollars en 2013 des deux agences Freddy Mac et Fannie Mae au titre d'un soutien perçu en 2012) et de recettes très élevées (sous-estimation des élasticités au PIB,...).

Après la crise d'octobre 2013 qui avait conduit à la fermeture des agences fédérales, faute d'un budget voté au début de la nouvelle année fiscale, un accord a finalement été trouvé mi-décembre et la loi de finances 2014 a pu être adoptée définitivement le 16 janvier, avec plus de trois mois de retard. Construit sur la base d'un accord bipartisan, le budget prévoit l'annulation des coupes automatiques dans les dépenses et donc une baisse moins forte que prévue des dépenses, notamment discrétionnaires, c'est-à-dire celles qui font l'objet d'un vote au Congrès. Selon le Congressional Budget Office, cet assouplissement est évalué à 45 milliards de dollars en 2014 et 21 milliards en 2015, soit respectivement un peu moins de 0,3 % et un peu plus de 0,1 % du PIB. Il n'en demeure pas moins que la politique budgétaire reste contrainte par les engagements pris dans le Budget Control Act de 2011 qui prévoit une réduction du déficit de plus de 2 100 milliards de dollars à l'horizon 2021 (soit l'équivalent de 12,5 % du PIB de 2013). Au final, le solde budgétaire devrait être

ramené vers 5,1 % du PIB en 2014 et 4 % en 2015, du fait de l'effort structurel demandé par le Congrès et de l'amélioration du solde conjoncturel venant d'une croissance du PIB plus rapide que celle du PIB potentiel (tableau 1).

Tableau 1. Décomposition du solde budgétaire en 2014 et 2015

En % du PIB, sauf comptes US en %

	2013	2014	2015
Solde budgétaire	-6,4	-5,1	-4,0
Variation du solde budgétaire		1,3	1,1
Variation du solde conjoncturel		0,3	0,4
Variation du solde structurel		0,9	0,7
Effort d'ajustement interne		1,0	0,7
Impact externe		0,1	0,1
Variation des intérêts versés		0,0	0,0
Comptes US (en %)			
Croissance du PIB	1,9	2,6	2,9
Croissance du PIB potentiel		2,0	2,0

Source : Bureau of Economic Analysis, prévision OFCE avril 2014.

L'autre changement concerne la politique monétaire. Dès l'annonce faite par la Réserve fédérale en mai 2013 de réduire ses rachats de titres publics ou garantis par l'Etat sur les marchés financiers, les investisseurs ont anticipé des baisses de prix et vendu leurs actifs publics. Résultat, les taux d'intérêt à long terme ont augmenté de plus d'1 point en quelques semaines. Mais depuis septembre 2013, les taux restent dans la fourchette de 2,5 et 3 % et se situent à 2,7 % depuis le début de l'année 2014. L'entrée en vigueur de la mesure en janvier 2014 ne s'est donc pas accompagnée de réactions fortes sur les marchés financiers, les investisseurs ayant déjà largement anticipé la mesure et réalloué leur portefeuille. Compte tenu de la faible croissance, de l'ancrage des anticipations à un faible niveau d'inflation et qu'il est peu probable que la Fed annonce un relèvement du taux des fonds fédéraux avant 2015, l'environnement monétaire devrait rester permissif à l'horizon de notre prévision. Les taux d'intérêt devraient se maintenir en dessous de 3 % au moins jusqu'à la mi-2015.

Dans ce contexte, la croissance devrait s'accélérer en 2014 et encore plus en 2015 à 2,6 % et 2,9 %. Cette accélération repose sur le raffermissement de la demande intérieure hors stocks. La

consommation des ménages se raffermirait avec l'amélioration de l'emploi et des revenus, ce qui n'empêcherait pas une légère baisse du taux d'épargne. Le taux de chômage se maintiendrait proche de son niveau actuel, autour de 6,5 %, du fait que les créations d'emplois attendues dans ce nouveau contexte s'accompagneraient du retour sur le marché du travail d'une partie des chômeurs découragés. Pour autant, si le taux d'activité doit augmenter, il ne reviendra pas à son niveau d'avant-crise. Dans une publication récente, le CBO³ a estimé que la baisse de 3 points du taux d'activité au cours de la crise s'expliquerait à hauteur d'1,5 point par des facteurs démographiques liés au vieillissement de la population, d'1 point par le manque d'opportunité de trouver un emploi compte tenu de la situation conjoncturelle et 0,5 point par les effets persistants du chômage de long terme qui peuvent inciter les personnes à sortir définitivement du marché du travail. Si tel est le cas, le retour sur le marché du travail concernerait 1 % de la population en âge de travailler.

La contribution du commerce extérieur à la croissance serait nulle. Les entreprises américaines devraient regagner des parts de marché sur les marchés étrangers du fait d'un bon positionnement de la compétitivité sur un marché qui repart timidement. Simultanément, les importations devraient également s'accélérer. Le taux de pénétration, qui a cessé d'augmenter depuis 2011 pourrait repartir légèrement à la hausse.

3. The Slow Recovery of the Labor Market, CBO, February 2014.

États-Unis : résumé des prévisions

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

	2013				2014				2015				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,3	0,6	1,0	0,6	0,7	0,5	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	2,8	1,9	2,6	2,9
PIB par tête	0,1	0,4	0,8	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	-0,4	-1,5	-2,5	-3,5	2,0	1,1	1,8	2,1
Consommation des ménages	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	0,8	0,9	0,8	0,8	0,8	2,2	2,0	2,5	3,2
Dépenses publiques ¹	-1,1	-0,1	0,1	-1,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,0	-2,3	-1,6	-1,0
FBCF privée <i>dont</i>	-0,4	1,6	1,4	1,0	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	1,5	1,5	8,3	4,5	5,5	6,1
Logement	3,0	3,4	2,5	-2,3	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	12,9	12,1	5,4	9,9
Productive	-1,2	1,1	1,2	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,1	1,1	7,3	2,8	5,6	5,1
Exportations de biens et services	-0,3	1,9	1,0	2,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	3,5	2,7	5,8	4,9
Importations de biens et services	0,2	1,7	0,6	0,4	0,6	1,0	1,0	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	2,2	1,4	3,1	4,4
Variations de stocks	42,2	56,6	115,7	117,4	110,0	95,0	75,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0	57,6	83,0	87,5	70,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,5	0,6	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	2,5	1,6	2,3	3,0
Variations de stocks	0,2	0,1	0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	-0,1
Commerce extérieur	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0
Prix à la consommation ²	1,7	1,4	1,5	1,2	1,3	1,5	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	1,6	2,1	1,5	1,4	1,4
Taux de chômage, en %	7,7	7,5	7,3	7,0	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	8,1	7,4	6,5	6,5
Solde courant, en points de PIB	-2,5	-2,3	-2,3	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3	-2,4	-2,7	-2,3	-2,1	-2,3
Solde public, en points de PIB													-9,3	-6,4	-5,1	-4,0
Impulsion budgétaire													-1,4	-1,5	-1,0	-0,7
PIB zone euro	-0,2	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,4	1,3	1,6

1. Conformément aux comptes nationaux américains, le poste dépenses publiques inclut 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 2014.