

États-Unis : jusqu'ici tout va bien...¹

Malgré le ralentissement économique mondial et le resserrement monétaire de la Réserve fédérale, la croissance américaine ne fléchit pas et le marché du travail reste tendu. Néanmoins, quelques signaux indiquent que le retournement conjoncturel pourrait se matérialiser d'ici la fin de l'année. Les conditions financières se sont durcies pour l'ensemble des agents non financiers. La poursuite de la désépargne des ménages permettrait aux États-Unis d'échapper à la récession mais le fléchissement de l'activité qui se profile à partir de la fin de l'année 2023 se traduira par une remontée du chômage. L'inflation devrait également poursuivre sa décrue mais à un rythme modéré. Dans ce contexte, la Réserve fédérale mettrait un terme au resserrement et pourrait même décider de baisser le taux directeur au deuxième semestre 2024 pour contenir la dégradation de la conjoncture économique.

Une croissance solide...

Alors que le début de l'année 2022 avait été marqué par deux trimestres consécutifs de baisse de l'activité, les performances économiques du second semestre ont montré qu'il s'agissait d'une récession purement technique liée d'abord à un écart important entre exportations et importations puis à un fort déstockage. Malgré ce coup d'arrêt, la croissance annuelle moyenne a atteint 1,9 % en 2022 et devrait se maintenir en 2023 puisqu'au cours des deux premiers trimestres, le PIB a progressé respectivement de 0,5 et 0,6 %². La demande intérieure reste le principal moteur de la croissance avec une bonne tenue de la consommation – publique et privée – et de l'investissement non-résidentiel.

Du côté des ménages, les dépenses en services ont pris le relais des achats de biens durables dont la demande avait été très forte jusque mi-2021 (graphique 1). Il en résulte un rééquilibrage de la structure de

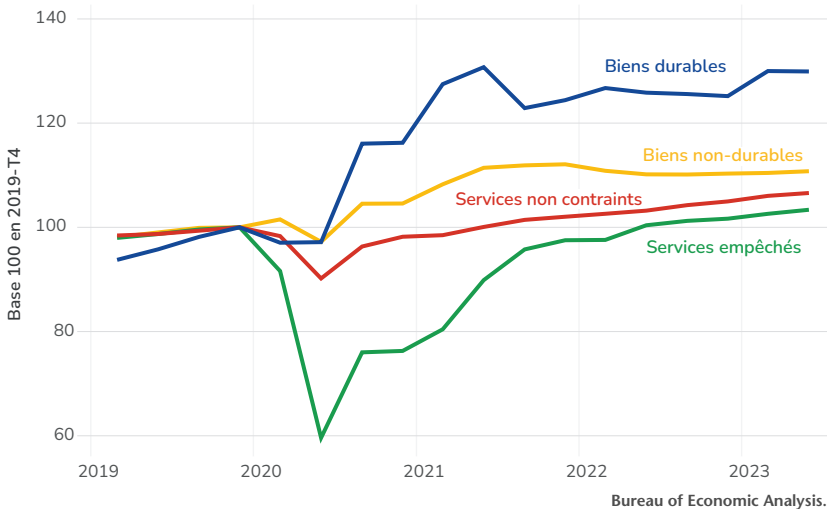
1. Ce texte est rédigé par Christophe Blot, *Département analyse et prévision*.

2. L'acquis de croissance s'élève d'ores et déjà à 1,9 %.

consommation des ménages³. Malgré l'inflation, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut a progressé au premier semestre. Le soutien à la consommation a de plus été renforcé par la réduction de l'épargne accumulée en 2020-2021. Ce boom ne s'accompagne pas d'une dynamique similaire pour les dépenses en investissement-logement. Après un rebond très rapide en 2020, les ménages ont clairement délaissé l'investissement-résidentiel. Les permis de construire ont chuté de plus de 25% depuis fin 2021 et le taux d'investissement des ménages est désormais inférieur à celui observé fin 2019. Cet ajustement, antérieur au resserrement monétaire, s'est amplifié avec une baisse de près de 20% depuis le premier trimestre 2022, probablement en lien avec la montée des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires⁴.

En revanche la hausse des taux d'intérêt ne semble pas encore se refléter sur l'investissement productif⁵. Les dépenses d'investissement en équipement et dans les produits de la propriété intellectuelle sont restées bien orientées si bien qu'au total l'investissement productif dépasse son niveau pré-Covid de 8 % avec un taux d'investissement

Graphique 1. Dépenses de consommation des ménages



3. La part des dépenses en services est effectivement remontée à 66,7 % de la consommation totale au deuxième trimestre 2023 après un point bas à 65 % mi-2021. Leur poids représentait 70 % des dépenses totales de consommation au quatrième trimestre 2019.

4. Le coût d'un emprunt hypothécaire a augmenté de 4 points entre janvier 2022 et septembre 2023.

5. On note néanmoins un fléchissement des dépenses d'investissement dans le bâtiment qui sont inférieures à leur niveau pré-Covid.

qui se maintient autour de 13,5 %. Enfin, bien que les chiffres du commerce extérieur témoignent d'une forte volatilité, la progression de la demande intérieure s'est traduite par une hausse des importations qui se situent 10,7 % au-dessus du niveau du quatrième trimestre 2019 tandis que les exportations restent en-deçà du niveau qu'elles atteignaient fin 2019⁶. Il en résulte une dégradation du solde des transactions courantes avec un déficit de 3,2 points de PIB au deuxième trimestre 2023 contre -2,1 sur l'année 2019, situation qui reflète la croissance plus rapide de l'économie américaine relativement à celle de nombreux pays industrialisés et notamment à la zone euro.

... et un marché du travail toujours sous tension

La dégradation du compte courant et l'accélération des prix observées dès le début de l'année 2021 suggère que l'économie américaine pourrait être en situation de surchauffe. La faiblesse historique du taux de chômage corrobore ce diagnostic puisqu'il est au plus bas (3,5 % de la population active au deuxième trimestre 2023) depuis la fin des années 1960⁷. Les créations d'emploi ont été dynamiques : 270 000 emplois en moyenne par mois depuis début 2022 contre 185 000 entre 2017 et 2019. Néanmoins, si l'emploi avait suivi la tendance observée entre 2016 et 2019, il y aurait actuellement 6 millions d'emplois supplémentaires. Par ailleurs, le taux d'emploi reste inférieur de 0,7 point à son niveau du quatrième trimestre 2019⁸.

Ce contraste a pour corollaire une augmentation de la productivité, notamment en 2020 et 2021, et une baisse du taux d'activité. La crise de la Covid a été marquée par une chute temporaire de la population active qui a diminué de plus de 6 millions de personnes en deux trimestres, soit une baisse de 3 points du taux d'activité. Le taux d'activité a rebondi par la suite mais n'est toujours pas revenu au niveau observé fin 2019, notamment pour les hommes où il est en repli de 1 point (graphique 2). La baisse est principalement concentrée dans la tranche d'âge la plus élevée avec un taux d'activité de 38,8 % de la population âgée de 55 ans et plus contre 40,3 % en décembre 2019⁹.

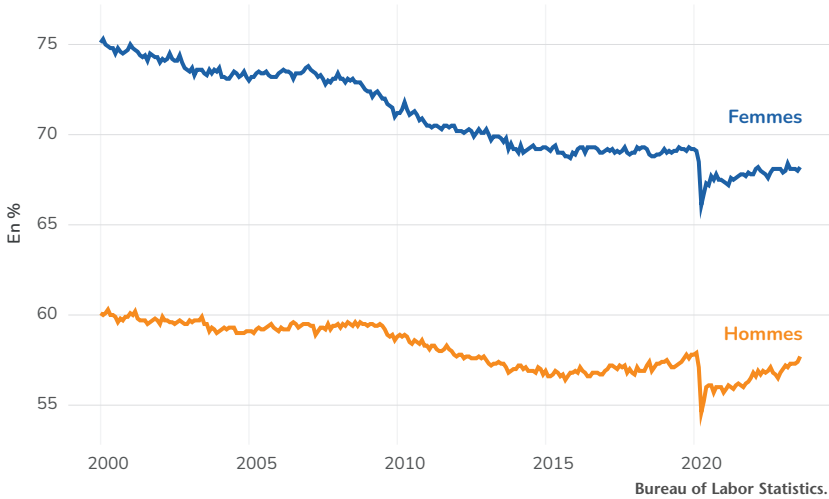
6. Au cours du premier semestre 2023, on observe à la fois une baisse des importations et des exportations.

7. Selon le CBO (Congressional Budget Office), le taux de chômage non-inflationniste (NAIRU : Non-accelerating inflation rate of unemployment) se situerait à 4,4% de la population active.

8. Il est inférieur de 4,5 points au niveau record observé au début des années 2000.

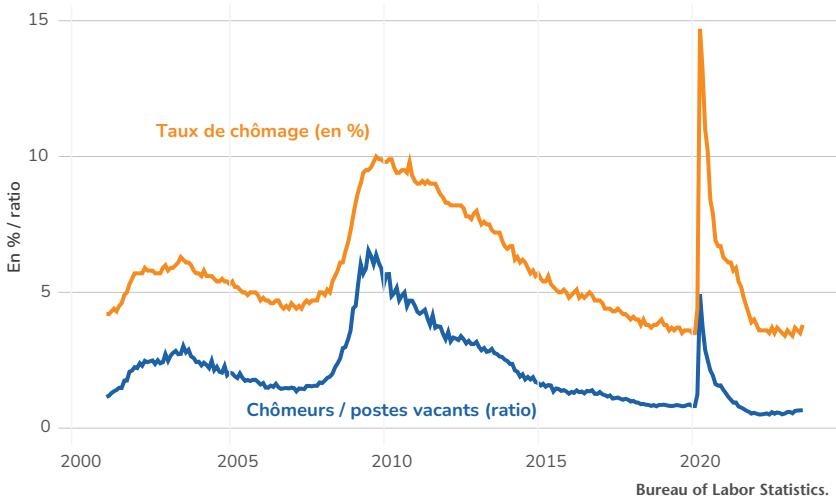
9. Le taux d'activité des autres catégories dépasse celui observé fin 2019 avec notamment une hausse de plus de 0,5 pour les 16-54 ans.

Graphique 2. Taux d'activité hommes-femmes



La situation sur le marché du travail reflète donc l'écart entre la demande, alimentée par la reprise économique, et une offre de travail en repli (Domash et Summers, 2022). Il en résulte une baisse du ratio du nombre de chômeurs sur les emplois vacants (graphique 3) et des difficultés de recrutement accrues. Pour un taux de chômage équivalent à celui de la fin de l'année 2019, le niveau de tensions sur le marché du travail est plus élevé puisqu'il y a un nombre de chômeurs réduit relativement aux emplois vacants. L'évolution très récente pourrait cependant suggérer un début de retournement. Le taux de chômage a augmenté de 0,3 point sur le mois d'août et le niveau d'emplois vacants a légèrement baissé. Il était inférieur à 9 millions en juillet 2023 alors qu'il dépassait 10 millions en avril et même 11 millions en décembre 2022. Dans ce contexte, les salariés gagnent en pouvoir de négociation et peuvent plus facilement faire valoir leurs revendications salariales. Ainsi, les salaires nominaux ont progressé de 5,8 % en 2022 contre moins de 3 % en moyenne sur la période 2011-2019. Cette hausse ne fut cependant pas suffisante pour compenser l'inflation si bien que le salaire réel a diminué en 2022. La dynamique des salaires nominaux restait bien orientée en début d'année 2023 puisqu'ils progressaient de 4,6 % alors que les prix ont décélé à 3,7 %¹⁰. D'ici la fin 2024, nous anticipons une légère progression du salaire réel par rapport à son niveau de 2020.

Graphique 3. Indicateurs des tensions sur le marché du travail américain



L'inflation diminue...

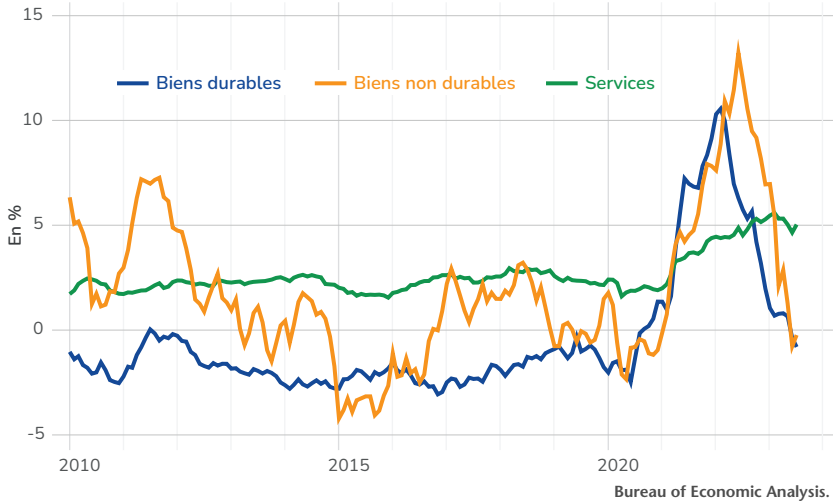
Le maintien du rythme de croissance de l'activité, la baisse du taux de chômage et la dynamique des salaires ne s'accompagnent pas d'une accélération des prix. Au contraire, l'inflation, mesurée par le déflateur des prix à la consommation, marque un repli puisqu'elle est passée d'un pic à 7 % en juin 2022 à 3,3% en juillet 2023¹¹. La baisse s'explique notamment par le repli des prix de l'énergie. Sur le deuxième trimestre 2023, les prix de l'énergie contribuaient même négativement à l'inflation. L'inflation sous-jacente diminue également mais à un rythme moins rapide. En juillet 2023, elle s'élevait à 4,2 %, un point en-dessous de son niveau de septembre 2022. Elle reste alimentée par l'évolution des prix dans les services puisque le glissement annuel des biens – durables et non durables – était négatif en juillet (graphique 4), en lien avec la diminution des contraintes qui avaient pesé sur l'appareil productif, notamment dans le secteur automobile. L'inflation dépasse 6 % dans les services de logement, de transport, l'hôtellerie et la restauration, les services financiers et les services professionnels, en lien avec l'augmentation des coûts salariaux

10. Selon l'enquête *Wage tracker* réalisée par la Réserve fédérale d'Atlanta, le salaire des salariés à plein-temps progressait encore de près de 6 % au deuxième trimestre.

11. En glissement annuel, la progression de l'indice des prix à la consommation était également de 3,3 % en juillet mais elle remonte néanmoins au mois d'août de 0,4 point.

et celle des loyers pour le logement. Une boucle prix-salaire ne devrait néanmoins pas s'enclencher puisque l'on observe un repli de l'ensemble des composantes des services à l'exception des services financiers. Les salaires nominaux devraient effectivement ralentir et les nouveaux loyers négociés progresser plus modérément (Leduc, Wilson et Zhao ; 2023).

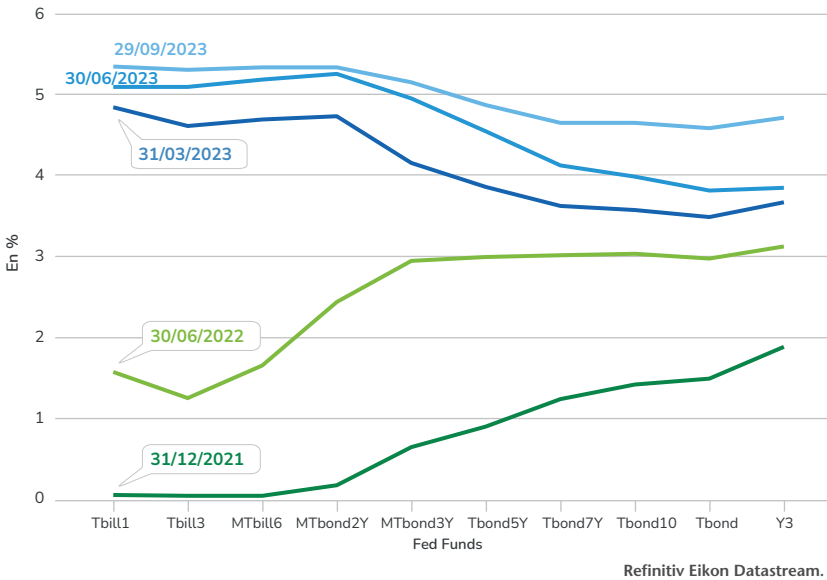
Graphique 4. Taux d'inflation



... trop lentement selon la Réserve fédérale

Néanmoins, ces signaux sont jugés insuffisants par la Réserve fédérale qui a décidé d'augmenter son taux directeur en mai et en juillet, le portant à 5,5 %. Jerome Powel martèle que l'inflation reste trop élevée et qu'un assouplissement de la politique monétaire n'est pas à l'ordre du jour. Malgré le statu quo lors de la réunion du 20 septembre, la publication des anticipations de taux des membres du FOMC pour 2024 indique qu'ils pourraient rester supérieurs à 5 %. Les taux sur le marché à différentes maturités continuent donc de monter (graphique 5) durcissant les conditions de financement pour les entreprises et les ménages. Ainsi les entreprises notées BAA se financent à plus de 6 % et le taux d'un prêt immobilier à 30 ans dépasse 7 % en septembre 2023, niveau qui n'avait pas été observé depuis le début des années 2000. Nous anticipons que l'orientation de la politique monétaire resterait restrictive jusqu'en fin d'année 2023 mais qu'il n'y aurait pas de hausse supplémentaire des taux d'intérêt.

Graphique 5. Structure par terme des taux d'intérêt



Pour l'année 2024, les décisions du FOMC seront conditionnées par le sentier d'inflation et de croissance. Nous anticipons une remontée du prix du pétrole qui passerait de 85 dollars le baril en moyenne annuelle en 2023 à 90 dollars. En glissement annuel, la composante énergie de l'inflation redeviendrait légèrement positive, ce qui ne remettrait pas en cause la convergence de l'inflation vers la cible de 2 %. En fin d'année, l'inflation atteindrait 2,3 % en glissement annuel. Le sous-jacent perdrait près de 2 points et se maintiendrait un peu au-dessus de l'inflation totale. Bien que la cible de 2 % ne sera pas atteinte, nous anticipons un retournement de la politique monétaire à la fin du deuxième trimestre 2024 en lien avec le ralentissement de l'activité et l'augmentation du chômage.

Atterrissage forcé...

En effet, la résilience de l'économie américaine en 2023 s'expliquerait à la fois par les délais de transmission de la politique monétaire, qui atteindraient un pic entre 18 et 24 mois mais aussi par l'effet des mesures budgétaires passées qui ont largement soutenu le revenu des ménages. Les transferts et les baisses d'impôts mis en œuvre pendant la période de la Covid ont eu pour effet de faire grimper le taux d'épargne

des ménages, ce qui a soutenu leur consommation par la suite. Ainsi, le taux d'épargne est passé de 14,4 % en moyenne sur 2020-2021 à 4 % depuis le début de l'année 2022. En puisant dans leur sur-épargne, les ménages américains ont pu maintenir leur consommation. Nous anticipons une stabilisation du taux d'épargne entre 4,2 et 4,4 % jusqu'en fin d'année 2024 alors qu'il s'élevait à 8,8 % en 2019¹². En outre, la politique budgétaire ne soutiendrait pas l'activité malgré la montée en charge de l'IRA (*Inflation Reduction Act*) qui prévoit des dépenses supplémentaires (directes ou indirectes sous formes de crédits d'impôts) pour favoriser la transition énergétique¹³. Le montant estimé de ces dépenses s'élève à 432 milliards de dollars sur 10 ans, soit 0,2 point de PIB de dépenses annuelles supplémentaires. Celles-ci seraient financées par des prélèvements supplémentaires et notamment une augmentation du taux d'imposition minimal des entreprises si bien que l'effet macroéconomique serait faible (Bistline, Mehrotra et Wolfram, 2023). La consommation marquerait légèrement le pas mais sans s'effondrer pour autant. Les ménages disposent encore d'importantes liquidités puisque même ajusté de l'évolution des prix depuis 2019, l'encours de leurs dépôts est trois fois plus élevé qu'au quatrième trimestre 2019, faisant plus que compenser la réduction de l'encours des comptes d'épargne. En moyenne annuelle, la consommation progresserait alors de 1,1 % en 2024 après 2,2 % en 2023 et 2,7 % en 2022.

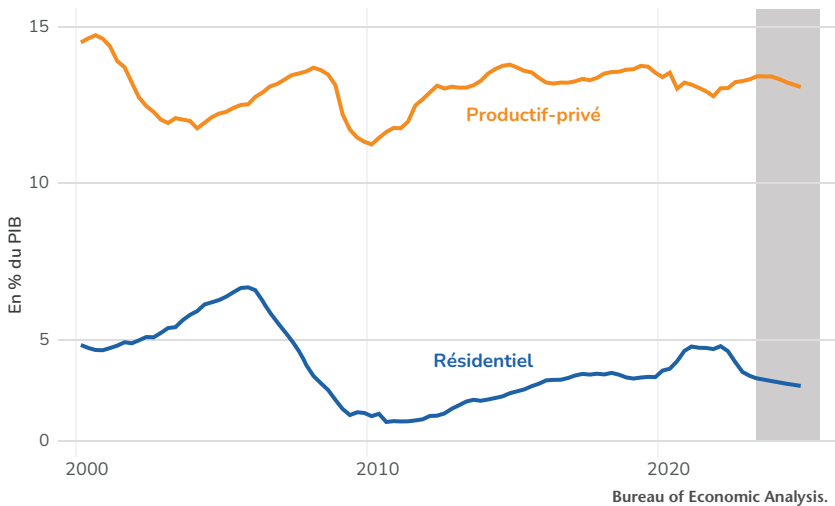
Le ralentissement passerait aussi par un ajustement de l'investissement des ménages et des entreprises. L'investissement résidentiel baisserait en 2023 et tout au long de l'année 2024, soit pendant 11 trimestres consécutifs. Cette baisse serait bien moindre que celle observée entre 2006 et 2010. À cette époque, l'investissement des ménages avait chuté de plus de 4 points de PIB (graphique 6) alors que nous anticipons une baisse totale de 1,3 point entre début 2021 et fin 2024. Le durcissement des conditions monétaires conjugué à une baisse de la demande domestique et étrangère en raison du ralentissement mondial se traduira par une baisse de l'investissement des entreprises. En moyenne annuelle, la croissance de la FBCF productive passerait de 3,9 % en 2022 à -0,7 % en 2024. En rythme trimestriel, le ralentissement de l'activité serait surtout marqué au tournant de l'année 2021 avec une croissance du PIB de 0,1 % au quatrième

12. Ce taux se situe néanmoins au-dessus de la moyenne 2011-2019 qui est à 7,4 %.

13. Voir Levasseur (2023) pour plus de détails.

trimestre 2023 et au premier trimestre 2024. Par la suite, la croissance se stabiliserait à 0,2 %. Le ralentissement serait donc principalement lié à celui de la demande intérieure en lien avec le resserrement monétaire. La contribution du commerce extérieur à la croissance devrait être neutre. La faible demande intérieure conduirait également à un ralentissement des importations. Mais parallèlement, la faible croissance mondiale se traduirait par une demande adressée atone. En moyenne annuelle, la croissance tomberait à 0,7 % en 2024, ce qui aura pour effet d'accroître le taux de chômage qui atteindrait 4,5 % en fin d'année 2024.

Graphique 6. Taux d'investissement

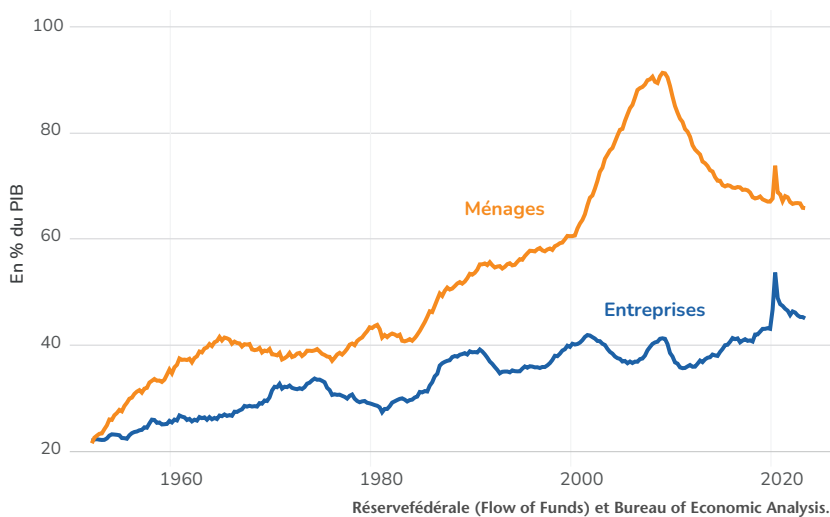


... et contrôlé ?

L'économie américaine échapperait à la récession mais la situation pourrait s'avérer plus dégradée que ce que nous anticipons, notamment si le resserrement monétaire devait se traduire par un ajustement marqué du prix des actifs. Après une courte phase de baisse en 2022, les cours boursiers sont repartis à la hausse mais témoignent toujours d'une forte volatilité. De même, les prix immobiliers ont fortement augmenté depuis 2020 et dépassent le pic observé en 2006 même lorsqu'ils sont déflatés par l'indice des prix à la consommation. Un ajustement plus durable du prix des actions et une crise immobilière pourraient faire basculer l'économie en récession. La baisse de l'investissement serait amplifiée et un effet de richesse – financière et

immobilière – négatif pousserait la croissance de la consommation en territoire négatif. Ce scénario ne semble cependant pas le plus probable aujourd'hui, notamment parce que la situation des ménages américains est différente de celle qui avait précédé la crise des *subprime*. Les ménages sont moins exposés au risque de taux qu'ils ne l'étaient en 2006 dans la mesure où la part de l'endettement à taux fixe s'est accrue après la crise des *subprime*¹⁴. De fait, selon la Réserve fédérale, la charge d'intérêt sur les prêts hypothécaires et à la consommation est stable, autour de 0,8 point de RdB depuis le deuxième trimestre 2022. Fin 2007, début 2008, elle dépassait 13,2 % du RdB¹⁵. De même, le taux d'endettement est bien inférieur : 88 % du revenu disponible brut au troisième trimestre 2023 contre un pic à 124,7 % en 2007. L'inquiétude pourrait être plus forte du côté des entreprises. Même si leur endettement a baissé de près de 10 points de PIB par rapport au deuxième trimestre 2020, il est plus élevé qu'à la fin des années 2000 (graphique 7).

Graphique 7. Endettement des ménages et des entreprises



14. De fait, en période de taux bas, les ménages privilégient plus souvent les prêts à taux fixes pour réduire leur exposition au risque de taux. Mais avec la montée récente des taux d'intérêt, la part des prêts à taux variables devrait à nouveau augmenter. Notons enfin qu'aux États-Unis, un taux fixe n'est pas forcément fixe sur la durée totale du prêt.

15. Voir <https://www.federalreserve.gov/releases/housedebt/default.htm>.

Inversement, le soutien de l'IRA à l'activité pourrait être plus important que ce que nous inscrivons dans notre scénario. Des évaluations des dépenses induites suggèrent qu'elles pourraient être plus élevées que ce qui a été anticipé par le CBO (Congressional Budget Office) notamment parce que le gouvernement n'a pas limité le montant des crédits d'impôt qu'il pourrait allouer dans le cadre du financement en faveur de la transition énergétique. En outre, l'octroi de ces subventions ou crédits d'impôts est conditionné à un niveau minimum de contenu en intrants en provenance des États-Unis, ce qui pourrait accroître les relocalisations de l'activité et donc générer des investissements privés plus élevés.

Références

- Bistline John, Neil Mehrotra et Catherine Wolfram, 2023, « Economic Implications of the Climate Provisions of the Inflation Reduction Act » : <https://doi.org/10.3386/w31267>.
- Domash Alex, et Lawrence Summers, 2022, « How Tight are U.S. Labor Markets? » : <https://doi.org/10.3386/w29739>.
- Leduc Sylvain, Daniel Wilson et Cindy Zhao, 2023, « Will a Cooler Labor Market Slow Supercore Inflation? » *FRBSF Economic Letter*, n° 18, pp. 1-5 : <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2023/july/will-cooler-labor-market-slow-supercore-inflation/>.
- Levasseur Sandrine, 2023, « L'Inflation education Act Américain : une loi mal nommée », *OFCE le blog*, septembre : <https://www.ofce.sciences-po.fr/blog/linflation-reduction-act-americain-une-loi-mal-nommee/>.

États-Unis : résumé des prévisions

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

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,6	0,5	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	1,9	1,9	0,7
PIB par habitant	0,5	0,4	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	1,5	1,4	0,0
Consommation des ménages	0,9	0,2	0,5	0,1	0,2	0,3	0,3	0,4	2,5	1,9	1,1
Consommation publique	1,1	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,9	2,2	1,0
FBCF totale dont :	-1,7	1,6	0,3	-0,2	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	3,9	-1,0	-0,7
<i>productive privée</i>	1,4	1,8	0,5	-0,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3	5,2	4,3	-0,6
<i>logement</i>	-1,4	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-1,0	-0,8	-0,8	-9,0	-12,1	-3,6
Administrations publiques	1,4	3,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	-1,1	7,1	2,0
Exportations de biens et services	1,7	-2,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	7,0	1,9	0,6
Importations de biens et services	0,3	-2,0	0,8	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	8,6	-1,9	0,5
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	1,0	0,5	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	2,5	1,4	0,7
Variations de stocks	-0,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Commerce extérieur	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,5	0,0
Déflateur de la consommation*	5,0	3,9	3,4	2,9	2,7	2,6	2,5	2,3	6,5	3,8	2,5
Taux de chômage	3,5	3,5	3,6	3,9	4,1	4,2	4,3	4,5	3,6	3,6	4,3
Solde courant, en % du PIB									-3,7	-3,1	-2,6
Solde public, en % du PIB									-4,4	-3,6	-4,7
Dette publique, en % du PIB									123,4	120,2	120,9
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-7,7	-1,0	0,7
PIB zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,4	0,5	1,0

* Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
Bureau of Economic Analysis (BEA), Bureau of Labor Statistics (BLS), prévision OFCE octobre 2023.