

États-Unis: saisie en plein vol

Si jusqu'à cet été, l'économie américaine a fait montre d'une bonne résistance à la crise immobilière qui sévit depuis le début de l'année 2006, les limites apparaissent actuellement de plus en plus ouvertement. La crise qui agite les marchés financiers depuis août vient s'ajouter à la crise immobilière. La montée des difficultés de paiements des ménages endettés à taux variables et la fermeture de plusieurs banques impliquées dans le secteur des *mortgages* ont créé la panique sur les marchés financiers qui a conduit à un assèchement temporaire des liquidités. Mais le surendettement des ménages demeure et les baisses de prix des logements dans de nombreux États ne permettent plus de faire jouer les refinancements pour rembourser. La Réserve fédérale a pris acte de ce revirement en amorçant une nouvelle phase de détente monétaire le 18 septembre dernier. Ce faisant, elle prévient une correction excessive et un enchaînement dépressif cumulatif qui conduirait l'ensemble de l'économie vers la récession, mais n'évite pas la propagation à l'ensemble des agents. La croissance devrait connaître un tassement plus marqué dans le courant du deuxième semestre 2007. Après 2,9 % en 2006, la croissance atteindrait 1,9 % en 2007 et 1,8 % en 2008.

Un premier semestre 2007 sous hypothèque

La révision des comptes annuels qui a accompagné la publication des comptes du deuxième trimestre 2007 donne désormais une vision moins heurtée du profil de croissance des dernières années et plus cohérente avec les faibles tensions inflationnistes. Ainsi, le pic de croissance en 2004 initialement chiffré à 3,9 % est passé à 3,6 % dans la nouvelle version et le ralentissement qui a suivi, a été ramené à 3,1 et 2,9 % en 2005 et 2006 au lieu des 3,2 et 3,3 % initiaux. Le ralentissement puis l'effondrement de l'investissement logement en 2006 et la décélération de la consommation restent à l'origine de ce retournement.

Ce ralentissement s'est poursuivi pendant la première moitié de l'année 2007. Le PIB du premier semestre a crû de 1,7 % sur un an, après 2,5 % au deuxième semestre 2006 et 3,3 % au premier. Et pourtant, malgré un bon deuxième trimestre 2007 (1 % par rapport au trimestre précédent après 0,2 % au premier), les ressorts de la croissance se sont profondément modifiés, laissant apparaître un changement de dynamique. Tout d'abord, la consommation des ménages, en biens durables et non durables, a ralenti plus fortement que par le passé. Cette moindre contribution à la croissance a été plus que compensée par un rebond de l'investissement des entreprises et une très bonne participation du commerce extérieur à la croissance. Les exportations après avoir marqué le pas en début d'année se sont ressaisies au deuxième trimestre tandis que les importations baissaient. L'ajustement de l'investissement résidentiel qui avait provoqué le retournement de 2005 s'est poursuivi mais à un rythme un peu moins rapide que précédemment.

Si, jusqu'au début d'année, les indicateurs conjoncturels pouvaient laisser penser aux plus optimistes des analystes que l'ajustement sur le marché de l'immobilier serait sans effet sur le reste de l'économie (les indicateurs, en particulier sur le marché de l'immobilier étaient stabilisés à un point bas depuis

fin 2006), les évolutions des mois suivants ont démontré que les déséquilibres sont plus profonds, et peuvent affecter plus sérieusement le secteur bancaire.

La crise immobilière s'inscrit sur les marchés financiers

Les prix de l'immobilier baissent sensiblement dans certains États témoignant toujours d'un excès d'offre par rapport à la demande. De fait les stocks de logements invendus continuent d'augmenter et les délais de ventes s'allongent. En juillet, 4,6 millions de logement sont sur le marché contre un niveau proche de 2 millions entre 1999 (début de la série) et début 2005. Les ventes de logements chutent dans le neuf et l'ancien (- 35 % et - 20 % entre le point haut des ventes courant 2005 et juillet 2007). Les mises en chantier et permis de construire replongent donc depuis le printemps et l'indicateur NAHB qui mesure la perception des constructeurs par rapport à l'activité, se rapproche de plus en plus de son minimum historique de janvier 1991, lors de la crise des caisses d'épargne. L'activité dans la construction pourrait connaître une chute encore plus marquée au troisième trimestre avant de se stabiliser.

Mais, ce qui, par le passé, était limité à une frange réduite des ménages commence à se propager. La hausse passée des taux d'intérêt joue désormais à plein sur les charges de remboursement hypothécaire des ménages endettés à taux variables (notamment ceux ayant contractés des « prêts exotiques »). Or celles-ci ne peuvent plus être financées par l'évolution des prix de l'immobilier, comme ce pouvait être le cas jusque-là. Les défauts de paiements augmentent. Au deuxième trimestre 2007, ils concernaient 5,12 % de l'encours total des prêts, contre 4,39 % un an plus tôt et étaient particulièrement élevés sur le marché des *subprimes* (14,82 % du total contre 11,7 % au deuxième trimestre 2006). Sur le prime *market*, la part n'est pas négligeable non plus puisqu'elle atteint 2,73 %, après 2,29 %. Les saisies concernent 1,4 % de l'encours total de prêts immobiliers (5,52 % sur le marché des *subprimes*) et les entrées en procédures ne cessent de s'accroître. Actuellement, près de 20 % des ménages endettés sur le marché des *subprimes* ont de très sérieuses difficultés de paiements (saisies ou défauts supérieurs à 90 jours).

La fermeture d'établissements financiers engagés sur le secteur immobilier et la diversité des détenteurs du risque hypothécaire du fait de la titrisation agitent l'ensemble des marchés financiers au point de créer une panique boursière et surtout une crise de confiance entre banques. Au durcissement des conditions de prêts aux ménages visible dans les réponses aux enquêtes du *Senior of Loans Officer* (SLO) de juillet, succède une crise de liquidités sur le marché interbancaire. La Réserve fédérale a réagi dans un premier temps en abaissant son taux d'escompte de 50 points de base le 20 août, ce qui n'a que très momentanément calmé les marchés.

Un ajustement inévitable

Étant donné le ralentissement engagé et les risques que le resserrement du crédit fait peser sur l'ensemble de l'économie dans un contexte faiblement inflationniste, la Réserve fédérale a entamé un nouveau cycle de baisse des taux directeurs le 18 septembre dernier. Le taux objectif des *Fed Funds* a baissé de 50 points de base à 4,75 %. Ce soutien à l'économie pourrait se poursuivre les prochains mois. Les taux descendraient à 3,25 % au deuxième trimestre

■ Christine Riffart

2008. Mais nous ne pensons pas que la banque centrale cherchera à faire l'impasse sur un ajustement nécessaire et douloureux de la situation financière des ménages (le taux d'endettement des ménages américains est de 136,5 % du RDB au deuxième trimestre) comme elle l'avait fait pour les entreprises en 2001 lors de l'éclatement de la bulle Internet.

Si la Réserve fédérale a opté *in fine* pour prévenir du retournement, c'est bien parce que le risque inflationniste est sous contrôle. En août, l'indice des prix à la consommation a progressé de 2,3 % et de 1,9 % hors énergie et produits alimentaires. Le déflateur de la consommation, davantage suivi par la Réserve fédérale, atteint en juillet 2,1 %. Les embardées liées au prix du pétrole devraient peser sur l'inflation globale en fin d'année du fait d'un effet d'acquis puis cesser. L'inflation sous-jacente se maintiendrait autour de 2 %.

Le ralentissement de la consommation des ménages qui s'est confirmé en juillet, devrait se poursuivre sous l'effet principalement des contraintes financières des ménages endettés (ces charges devraient néanmoins bénéficier prochainement des baisses de taux), la baisse des prix immobiliers et un accès beaucoup plus strict au crédit. La hausse du taux d'épargne depuis la mi-2006, qui apparaît dans la nouvelle version des comptes nationaux, en est l'illustration et cette tendance devrait s'accroître dans les prochains trimestres. Sans entrer dans un scénario dépressif où la baisse des prix de l'immobilier continuerait et mettrait des millions de ménages en défaut, l'assainissement financier des ménages pèsera en 2008 sur la consommation, *via* la hausse du taux d'épargne. Pour le moment, les revenus sont assez bien orientés (5,6 % sur un an en nominal) et profitent du ralentissement de l'inflation pour raffermir le pouvoir d'achat (3,5 % sur un an en réel en juillet). Compte tenu du faible taux de chômage (4,6 % en juillet), les salaires horaires restent sur un rythme moyen de 0,5 % par trimestre (1,7 % en glissement), ce qui est loin d'un véritable emballement. Les créations nettes d'emploi de 160 000 en moyenne mensuelle au début d'année sont passées à 44 000 sur les trois derniers mois à août, avec une baisse de 4 000 ce dernier mois. Cette dégradation qui avait commencé dans le secteur de la construction et de l'industrie manufacturière se généralise progressivement aux services (commerce notamment). L'indice ISM hors secteur manufacturier de l'emploi est d'ailleurs inférieur à 50 en août (47,9), signe d'une baisse. L'emploi pourrait donc baisser dès la fin d'année.

Compte tenu de l'évolution de la demande anticipée par les entreprises, la hausse de l'investissement productif au deuxième trimestre ne devrait être qu'un rebond. Le taux d'utilisation des capacités productives industrielles est élevé (82,2 %) mais loin des pics de surchauffe (85 %) et les commandes de biens de capital ralentissent fortement. L'investissement devrait donc baisser à partir de la fin 2007.

Le commerce extérieur fournirait un soutien opportun à la croissance en 2008 (0,7 point de contribution). La baisse du dollar face aux autres monnaies consoliderait les gains de parts de marchés des producteurs américains et stimulerait les exportations, face à une demande adressée moindre qu'en 2007. Les importations freineraient sensiblement du fait de la situation conjoncturelle. Le solde courant s'améliorerait légèrement.

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	1,2	0,6	0,3	0,5	0,2	1,0	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,8	0,3	0,4	0,6	0,8	3,1	2,9	1,9	1,8	3,1	2,9	1,9	1,8	3,1	2,9	1,9	1,8	3,1	2,9	1,9	1,8
Consommation des ménages	1,1	0,6	0,7	1,0	0,9	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4	3,2	3,1	2,6	1,2	3,2	3,1	2,6	1,2	3,2	3,1	2,6	1,2	3,2	3,1	2,6	1,2
Dépenses publiques ¹	1,2	0,2	0,2	0,9	-0,1	1,0	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,7	1,8	1,9	2,2	0,7	1,8	1,9	2,2	0,7	1,8	1,9	2,2	0,7	1,8	1,9	2,2
FBCF totale	2,1	-0,3	-0,9	-1,6	-0,9	1,1	-1,9	-0,7	-1,0	-0,2	0,5	2,0	-1,0	-0,2	0,5	2,0	6,9	2,9	-2,9	-1,6	6,9	2,9	-2,9	-1,6	6,9	2,9	-2,9	-1,6	6,9	2,9	-2,9	-1,6
Dont																																
Logement	-0,2	-3,1	-5,5	-4,6	-4,4	-3,0	-7,0	0,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	6,6	-4,6	-16,1	0,5	6,6	-4,6	-16,1	0,5	6,6	-4,6	-16,1	0,5	6,6	-4,6	-16,1	0,5
Productive privée	3,2	1,0	1,2	-0,3	0,5	2,7	0,0	-1,0	-2,0	-1,0	0,0	2,0	-2,0	-1,0	0,0	2,0	7,1	6,6	2,9	-2,3	7,1	6,6	2,9	-2,3	7,1	6,6	2,9	-2,3	7,1	6,6	2,9	-2,3
Exportations de biens et services	2,8	1,4	1,4	3,4	0,3	1,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	6,9	8,4	7,0	8,6	6,9	8,4	7,0	8,6	6,9	8,4	7,0	8,6	6,9	8,4	7,0	8,6
Importations de biens et services	1,7	0,2	1,3	0,4	1,0	-0,8	0,3	0,3	0,5	0,8	1,0	1,0	0,5	0,8	1,0	1,0	5,9	5,9	1,6	2,0	5,9	5,9	1,6	2,0	5,9	5,9	1,6	2,0	5,9	5,9	1,6	2,0
Variations de stocks	38,4	51,4	53,9	17,4	0,1	5,4	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	33,3	40,3	3,9	5,0	33,3	40,3	3,9	5,0	33,3	40,3	3,9	5,0	33,3	40,3	3,9	5,0
Contributions																																
Demande intérieure hors stocks	1,3	0,4	0,4	0,6	0,5	0,6	0,1	0,1	0,1	0,3	0,5	0,7	0,1	0,3	0,5	0,7	3,5	3,0	1,7	1,0	3,5	3,0	1,7	1,0	3,5	3,0	1,7	1,0	3,5	3,0	1,7	1,0
Variations de stocks	-0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	0,1	-0,3	0,0
Commerce extérieur	0,0	0,1	-0,1	0,3	-0,1	0,4	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,5	0,7
Prix à la consommation ²	3,7	4,0	3,4	1,9	2,4	2,7	2,3	3,1	2,6	1,5	1,5	1,6	2,6	1,5	1,5	1,6	3,4	3,2	2,6	1,8	3,4	3,2	2,6	1,8	3,4	3,2	2,6	1,8	3,4	3,2	2,6	1,8
Taux de chômage, en %	4,7	4,7	4,7	4,5	4,5	4,5	4,6	5,0	5,1	5,3	5,4	5,4	5,1	5,3	5,4	5,4	5,1	4,6	4,6	5,3	5,1	4,6	4,6	5,3	5,1	4,6	4,6	5,3	5,1	4,6	4,6	5,3
Solde courant, en points de PIB	-6,2	-6,3	-6,6	-5,6	-5,8	-5,5	-5,4	-5,4	-5,3	-5,2	-5,2	-5,1	-5,3	-5,2	-5,2	-5,1	-6,1	-6,2	-5,5	-5,2	-6,1	-6,2	-5,5	-5,2	-6,1	-6,2	-5,5	-5,2	-6,1	-6,2	-5,5	-5,2
Solde public, en points de PIB																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,8	1,0	0,5	0,9	0,6	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	1,6	2,9	2,6	2,5	1,6	2,9	2,6	2,5	1,6	2,9	2,6	2,5	1,6	2,9	2,6	2,5

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