

États-Unis : pilotage à hauts risques¹

Après un début d'année 2022 marqué par deux trimestres consécutifs de baisse de l'activité, les États-Unis ont renoué avec la croissance. Le rebond a même été plus fort que ce qui était anticipé si bien que sur l'ensemble de l'année, le PIB progresse de 2,1 % et l'acquis de croissance pour l'année 2023 s'élève déjà à 0,9 %². Par ailleurs après avoir atteint un pic à 7 % au mois de juin, l'inflation – mesurée par le déflateur des prix à la consommation – a reculé depuis, en lien avec le ralentissement de la composante énergie. Les perspectives économiques sont-elles pour autant plus dégagées ? La Réserve fédérale peut-elle réussir son pari de ramener l'inflation vers sa cible sans provoquer de récession et en limitant l'instabilité financière ? Avec une inflation toujours supérieure à sa cible, le resserrement monétaire se poursuit en début d'année 2023, ce qui continuera à peser sur la croissance. Mais la décrue de l'inflation suggère une fin du cycle proche surtout que les déboires récents de plusieurs banques suscitent de nouvelles inquiétudes faisant resurgir le spectre d'une nouvelle crise bancaire. À ce stade, ce scénario semble être évité et la décision récente du gouvernement d'étendre la garantie des dépôts permettrait de limiter les phénomènes de contagion.

Fausse alerte

Le coup d'arrêt de la croissance au cours du premier semestre 2022 a été passager. L'activité est repartie à la hausse avec une croissance de 0,8 et 0,7 % au cours des deux trimestres suivants, soutenue par la demande intérieure dont la contribution à la croissance s'est élevée à 0,5 et 0,3 point respectivement mais aussi par le commerce extérieur. Les importations ont fortement baissé (-2,1 % sur le semestre) alors qu'elles avaient été très dynamiques au premier semestre (+6,8 %), ce qui avait largement contribué à la baisse de l'activité. La consommation des ménages a été portée par la progression du revenu disponible brut (RdB) qui a augmenté de 2 % en termes réels dans un contexte

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

2. En octobre 2022, nous anticipions 0,1 % aux troisième et quatrième trimestres. Voir « [Les États-Unis vers la récession ?](#) », dans *Revue de l'OFCE* n° 178.

inflationniste. L'emploi est resté orienté favorablement et les salaires réels se sont redressés après la baisse observée au premier semestre³. Les ménages ont par ailleurs puisé dans la sur-épargne accumulée en 2020 et 2021 (graphique 1). Au dernier trimestre 2022, celle-ci s'élèverait encore à un peu plus de 1 000 milliards de dollars, soit 6,6 % du revenu disponible de 2019. Sur l'ensemble de l'année 2022, le taux d'épargne a atteint 3,7 % du RdB, un niveau qui n'avait pas été observé depuis les années 2006-2007. Notons également que le rééquilibrage de la consommation s'est poursuivi. Celle des biens durables comme non durables a stagné ou légèrement reculé tandis que la consommation de services a augmenté de 3,2 %⁴. Pour autant, le niveau de la consommation de biens reste bien au-dessus de son niveau pré-crise : 15,3 % contre 4,2 % pour l'ensemble des dépenses en services et seulement 1,7 % pour les services qui avaient été contraints pendant la crise sanitaire⁵. Enfin, l'investissement total a reculé au cours des deux derniers trimestres en raison de la chute de l'investissement résidentiel qui s'est amplifiée. En trois trimestres, le ratio de l'investissement en logement sur le RdB des ménages a perdu 0,9 point dans un contexte marqué par la hausse des taux sur les crédits hypothécaires et la baisse des prix immobiliers.

Malgré les mauvais chiffres de croissance du début de l'année 2022, le taux de chômage avait baissé reflétant de fortes créations d'emplois et donc en corollaire une réduction de la productivité par tête. Le rebond de l'activité ne s'est ensuite pas traduit par une décruce supplémentaire du chômage, l'économie américaine ayant créé moins emplois : 2,05 millions d'emplois salariés privés contre 2,8 millions au premier semestre selon le BLS (*Bureau of Labor Statistics*). Sur l'ensemble de l'année, la productivité par tête a diminué de 1,8 %. La

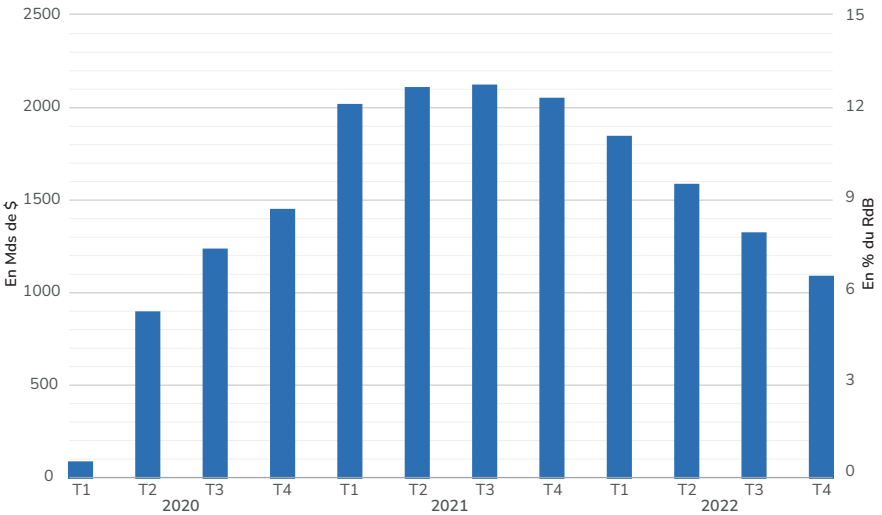
3. Le salaire horaire réel a baissé de respectivement -1 % et -1,1 % aux premier et deuxième trimestres 2022. Il a ensuite augmenté de 1,3 % au troisième trimestre puis de 1 % au quatrième trimestre. Il en résulte une stabilité du salaire horaire réel en moyenne annuelle sur 2022. Néanmoins, ce diagnostic diffère selon l'indice de prix considéré et selon l'indicateur de salaire retenu. La hausse de l'inflation, mesurée par l'indice des prix ayant été plus forte (8 % au lieu de 6,3 %), suggère une baisse du salaire horaire réel. Par ailleurs, l'indice ECI (*Employment Cost Index*) qui corrige des effets de composition de la main-d'œuvre, a augmenté de 5,1 % en nominal contre une hausse de 6,2 % pour le salaire horaire, ce qui suggère une baisse du salaire réel quel que soit l'indicateur de prix. Les destructions d'emplois pendant le confinement ont principalement eu lieu dans le secteur des services – hôtellerie, restauration, services de loisirs ou commerce de détail – où les niveaux de salaires sont généralement plus faibles. Une fois que l'on corrige de ces effets, le salaire réel des salariés privés serait stable depuis la fin de l'année 2019.

4. En corollaire, les prix des biens durables et non durables ont ralenti en 2022 alors que ceux des services ont accéléré.

5. Quant aux dépenses en services contraints pendant la crise sanitaire (services de transport, hôtellerie-restauration et services de loisirs) elles sont supérieures de 1,7 % à leur niveau de fin 2019.

situation sur le marché du travail reste donc tendue même si le taux de démission a légèrement reculé depuis le pic observé en novembre 2021. Selon le CBO (*Congressional Budget Office*), le taux de chômage non-inflationniste s'établirait à 4,4 %, ce qui pourrait donc nourrir la croissance des salaires. Ce constat est confirmé par l'évolution du ratio du nombre d'emplois vacants par chômeur qui reste à son niveau le plus bas depuis 20 ans (graphique 2) expliquant ainsi sans doute le dynamisme des salaires⁶. Pour autant, le taux d'emploi est toujours d'un point inférieur à son niveau pré-Covid et très éloigné du pic atteint de 2000 (64,6 % de la population en âge de travailler au premier trimestre contre 60 % actuellement)⁷.

Graphique 1. Sur-épargne des ménages américains



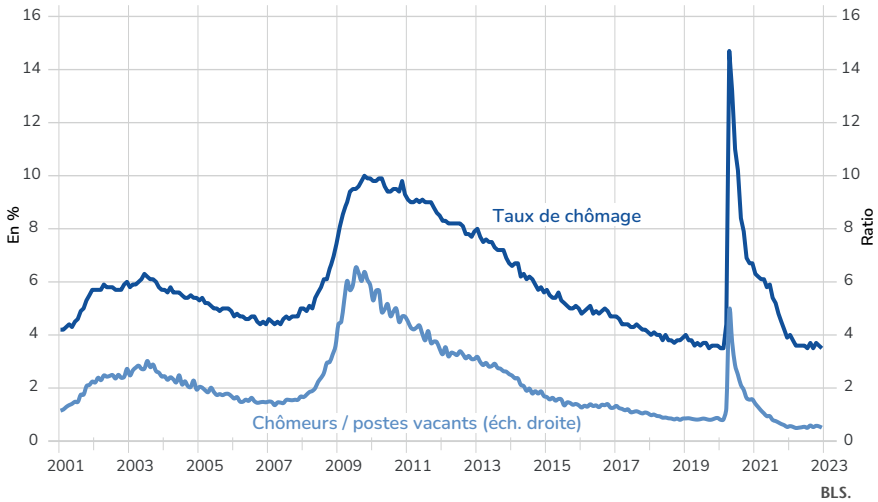
BEA (tableau NIPA 156), calculs OFCE.

Le flux trimestriel de sur-épargne est calculé comme la différence entre l'épargne observée et le montant qui aurait été observé si le taux d'épargne des ménages avait été maintenu au niveau de l'année 2019, soit 8,8 %. La sur-épargne totale correspond au cumul de ces flux trimestriels.

6. Barnichon et Shapiro (2022) montrent en effet que cet indicateur est le plus pertinent pour prévoir l'inflation salariale. Voir : « *What's the Best Measure of Economic Slack?* », *FRBSF Economic Letter*, 4.

7. La baisse est à mettre en regard de celle du taux d'activité qui est passé d'un peu plus de 67 % de la population en âge de travailler à la fin des années 1990 à 62,3 % en 2022.

Graphique 2. Tensions sur le marché du travail



La baisse de l'inflation va-t-elle se poursuivre ?

La poursuite de la dynamique de croissance dépendra fortement de la trajectoire de l'inflation et de la réaction de la banque centrale. Tout au long de l'année 2021, la Réserve fédérale s'était montrée prudente, considérant que l'augmentation des prix serait transitoire. Ce n'est qu'à partir du mois de mars 2022 qu'elle a amorcé le resserrement monétaire, un peu plus d'un an après que l'inflation ne commence à dépasser la cible de 2 % et alors qu'elle atteignait 6,8 %. Une fois enclenché, le mouvement de hausses de taux a été rapide puisqu'en un an le taux cible pour les fonds fédéraux est passé de 0,25 % à 5 %, soit un rythme de durcissement bien plus rapide que ceux observés lors des précédents cycles (graphique 3) et en particulier celui de 2015 où la Réserve fédérale n'avait remonté les taux que deux fois en un an et seulement de 0,25 point à chaque fois. Depuis mars 2022, le taux a été augmenté à chaque réunion du FOMC (*Federal Open-Market Committee*) dont trois hausses de 0,75 point.

De fait, l'inflation n'avait pas été aussi élevée depuis le début des années 1980. Même si elle a baissé après juin 2022, elle reste supérieure à 5 % au début de l'année 2023. La Réserve fédérale va-t-elle continuer à augmenter le taux d'intérêt tant que l'inflation ne sera pas revenue vers sa cible, ce qui remettrait en cause le dynamisme de l'activité observé en fin d'année 2022 ? Sa réponse dépendra sans aucun

doute de l'évolution des prix dans les prochains mois. Il faut d'abord rappeler que le retour de l'inflation est un phénomène global qui a été tiré par la flambée des prix de l'énergie, et dans une moindre mesure, de ceux des biens alimentaires. Par ailleurs, la reprise économique mondiale de 2021 s'est caractérisée par des contraintes sur les chaînes de production au niveau mondial en raison du maintien de mesures sanitaires, notamment en Chine avec la politique zéro-Covid. À ces deux facteurs d'offre globaux, s'ajoute aux États-Unis un facteur de demande lié aux stimuli budgétaires de l'administration Trump puis Biden⁸. Une analyse de Shapiro (2022) suggère que les facteurs d'offre étaient prépondérants en avril 2022⁹. La contribution de la demande aurait néanmoins été de 1,4 point, ce que corrobore l'ordre de grandeur évalué par Bianchi, Fisher et Melosi (2021), à partir de l'estimation de courbes de Phillips et en considérant uniquement l'effet de l'ARP (American Rescue Plan)¹⁰. Au-delà de l'incertitude sur l'impact relatif des facteurs d'offre et de demande sur l'inflation en 2022, la question est de savoir si ces éléments contribueront encore à l'inflation en 2023 et 2024. Avec le repli du prix du pétrole, l'augmentation de la composante énergie du déflateur des prix à la consommation est passée de près de 61 % en glissement annuel en mai 2022 à 5,3 % en janvier 2023. Étant donné notre scénario de stabilité du prix du pétrole à 80 dollars le baril, nous anticipons une baisse de la composante énergie des prix sur l'année 2023. Contrairement à ce qui est observé dans les pays européens, la composante alimentaire marque également très légèrement le pas depuis plusieurs mois. L'abandon de la politique zéro-Covid devrait améliorer les conditions d'offre. L'indice mesurant les contraintes sur les chaînes de production mondiales a fortement baissé tout au long de l'année 2022 et nous anticipons qu'il reviendra vers sa moyenne de long terme en 2023 si bien que les facteurs d'offre qui pèsent sur les prix vont baisser¹¹. Quant à l'impact de la politique budgétaire passée, il devrait également s'atténuer. L'arrêt des différentes mesures mises en place pour amortir le choc de la crise sanitaire s'est traduit par une impulsion budgétaire négative en

8. Voir Aurissergues E., Blot C. et Bozou C. (2021), « Les États-Unis vers la surchauffe ? », *OFCE Policy Brief*, n° 97.

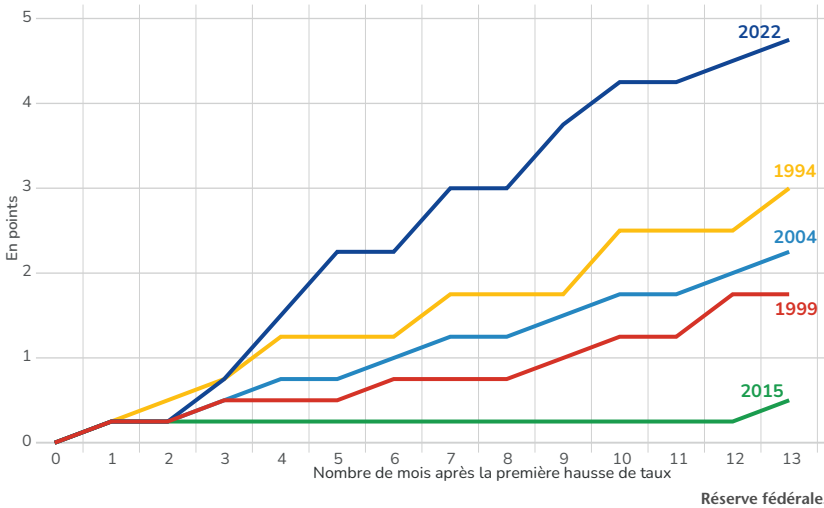
9. Voir Shapiro A. H. (2022), « How Much do Supply and Demand Drive Inflation? », *FRRSF Economic Letter*, 15.

10. L'impact de l'ARP uniquement sur l'inflation pourrait effectivement d'un point. Voir « Some inflation scenarios for the American Rescue Plan Act of 2021 ». *Chicago Fed Letter*, 453, 1-8.

11. Voir [ici](#) pour une description de l'indice ainsi que l'analyse de Dauvin (2021) qui estime l'impact de ces contraintes sur l'activité économique : « Évaluation du choc d'approvisionnement ». *Revue de l'OFCE*, n° 177, 101-115.

2022. Il en sera de même en 2023 (-1,1 point). Les dépenses annuelles liées à l'adoption de l'IRA (Inflation Reduction Act) sont modérées et ne devraient pas se traduire par un fort stimulus de la demande en 2024.

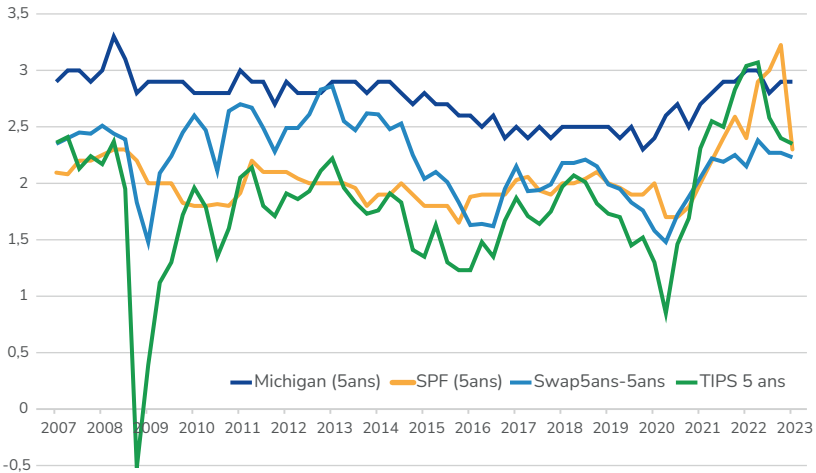
Graphique 3. Le resserrement monétaire de 2022 comparé aux précédents cycles



Même si les facteurs qui ont contribué à sa vigueur en 2021 et 2022 s'estompent, l'inflation pourrait rester élevée si les anticipations d'inflation s'ancrent sur un niveau plus élevé que par le passé et surtout si la progression des salaires induit une boucle prix-salaire. Du côté des anticipations, les différents indicateurs d'anticipation à long terme suggèrent soit une stabilité, soit une légère diminution. Ainsi, l'enquête du Michigan menée auprès des ménages indiquent une inflation anticipée à 5 ans de 2,8 % en février 2023 contre 3,1 % en juin 2022. Selon les indicateurs de marché, l'inflation anticipée à 5 ans dans 5 ans fluctue autour de 2,5 %. Ces niveaux sont certes supérieurs à la cible visée par la Réserve fédérale mais ils ne témoignent pas d'un désancrage significatif et durable relativement à ce qui était observé avant 2021 (graphique 4).

La diffusion de la hausse des prix sur les salaires pourrait être un autre facteur par lequel l'inflation est auto-entretenu. En nourrissant des hausses de salaires, les coûts de production augmentent, ce qui pousse les entreprises à relever à nouveau leurs prix créant ainsi un effet de second-tour. Comme indiqué précédemment, la hausse des salaires nominaux a déjà eu lieu. Depuis la fin de l'année 2019, le salaire

Graphique 4. Indicateurs d'anticipation d'inflation à long terme



Eikon Datastream, SPF (Réserve fédérale de Philadelphie) et Michigan Survey.

nominal mesuré par l'indicateur ECI a progressé au même rythme que le déflateur des prix à la consommation : un peu plus de 12 %¹². Nos estimations suggèrent une forte indexation des indicateurs des salaires sur l'inflation. Dans la mesure où les salaires ont déjà fortement augmenté, il n'y aurait pas d'effet de rattrapage en 2023 et 2024. Nous supposons que les prix et les salaires vont décélérer si bien que l'inflation atteindrait 3,6 % en fin d'année 2023 et 2,4 % fin 2024. Les salaires nominaux seraient légèrement plus dynamiques que les prix de telle sorte que la progression du salaire réel serait assez proche de celle de la productivité horaire. Etant donné le ralentissement rapide – voire la baisse – des composantes énergie et alimentation, l'inflation sous-jacente serait légèrement plus élevée que l'inflation totale : 3,7 % fin 2023 et 2,7 % fin 2024.

Le risque financier succède au risque inflationniste

Après l'attentisme face au regain d'inflation puis la forte réaction au choc plus fort et durable sur les prix, la Réserve fédérale se montrerait désormais plus prudente. De fait, la décrue progressive des tensions inflationnistes – même si elle est d'abord liée aux prix de l'énergie – est

12. Quant au salaire horaire issu de la comptabilité nationale, il a augmenté de plus de 22 % entre fin 2019 et fin 2022.

déjà amorcée. Bien que notre scénario suggère que l'inflation restera supérieure à la cible de la Réserve fédérale au cours des deux prochaines années, la baisse permettra une convergence vers 2 % dès le début de l'année 2025. Dans ces conditions et étant donné les délais de transmission de la politique monétaire, on peut en déduire que le cycle de resserrement monétaire touchera bientôt à sa fin. En poursuivant les hausses de taux, une telle décision de la Réserve fédérale pèsera nécessairement sur la croissance. Le pilotage des autorités monétaires doit être le plus fin possible afin non seulement de montrer sa détermination à réduire l'inflation mais aussi de limiter le risque de récession et d'éviter de mettre sous pression le système bancaire après les faillites observées en début d'année 2023. Face à ce risque, la banque centrale américaine a plutôt eu tendance par le passé à se montrer prudente, n'hésitant pas à réduire les taux dès lors que le risque financier devenait important¹³. C'est d'ailleurs bien le sens de la décision prise lors de la réunion du 22 mars. Initialement, les analystes anticipaient une nouvelle hausse d'un demi-point. Mais les déboires de la SVB (*Silicon Valley Bank*) et le risque de contagion ont bien amené le FOMC à être plus mesuré puisque la hausse n'a été que de 0,25 point. L'option de garantir si besoin l'intégralité des dépôts des banques moyennes ainsi que la décision permettant le sauvetage d'une autre banque en difficulté – la *First Republic Bank* – doivent permettre de restaurer la confiance. Les marchés restent néanmoins volatiles.

Bien que cet épisode mette en exergue les carences de la réglementation bancaire et les relâchements coupables aux exigences en termes de liquidité décidés sous l'administration Trump, nous écartons à ce stade le risque d'une crise bancaire systémique. Notons de plus que la situation actuelle ne doit pas être trop hâtivement comparée à ce qui s'est passé en 2008 et qui résultait d'un retournement du marché immobilier. Les prix immobiliers aux États-Unis ont fortement augmenté depuis mais les ménages sont bien moins endettés qu'ils ne l'étaient en 2006. L'encours des crédits immobiliers représentent 65,4 % du RdB des ménages américains fin 2022 contre un pic à 99,5 % au deuxième trimestre 2007, ce qui n'exclut pas que des fragilités financières se trouvent sur d'autres éléments de l'actif des banques. Les travaux sur les effets macroéconomiques des crises

13. C'est en effet ce que montrent notamment Anna Cieslak et Annette Vissing-Jorgensen (2021). La politique monétaire de la Réserve fédérale devient généralement plus accommodante en cas de baisse des indices boursiers. Voir « The economics of the Fed put ». *The Review of Financial Studies*, 34(9), 4045-4089.

financières indiquent qu'elles ont des effets récessifs d'autant plus importants qu'elles suivent un boom du marché immobilier ayant été nourri par une forte croissance du crédit¹⁴. Dans ce contexte, nous supposons que la Réserve fédérale augmenterait une dernière fois son taux lors de la réunion de mai. Il atteindrait donc un pic à 5,25 %. Sous le scénario d'absence de crise financière, la croissance serait réduite en 2023 et 2024 à 1,4 puis 1,3 %. Ce ralentissement et la perspective de la convergence de l'inflation vers sa cible conduiraient la Réserve fédérale à baisser légèrement le taux en 2024 qui s'élèverait à 4,5 % en fin d'année.

La croissance résiste

Ce scénario suggère un ralentissement de l'activité en rythme trimestriel en 2023. En effet, le resserrement rapide de la politique monétaire en 2022 va contraindre la demande¹⁵. Contrairement aux trois années précédentes, la politique budgétaire ne soutiendrait pas l'activité. Après une progression du PIB de 1,5 % au deuxième semestre 2022, la croissance serait de 0,4 % sur le premier semestre 2023 : 0,2 % sur les deux trimestres. Sur l'ensemble de l'année, l'effet d'acquis permettrait au PIB de croître de 1,4 % en moyenne annuelle conduisant à creuser l'écart de croissance¹⁶. Une hypothèse-clé de la résilience de l'économie américaine malgré les restrictions de politique économique tient au comportement des ménages qui continueraient de puiser dans leur sur-épargne pour maintenir un rythme trimestriel de consommation de 0,2 % en moyenne sur l'année. Malgré la bonne tenue du revenu disponible qui progresserait de 1,9 % en 2023 et encore de 1 % en 2024, le taux d'épargne serait relativement stable (3,9 % en moyenne après 3,7 % en 2022) et ne reviendrait donc pas vers le niveau de 8,8 % observé en 2019. Pour autant, le resserrement monétaire aurait un effet sur les ménages dont les dépenses d'investissement en logement baisseraient encore fortement en 2023 avant de se redresser légèrement en 2024. L'effet de l'inflation ainsi que l'appré-

14. Voir Jordà Ò., Schularick M. et Taylor A. M. (2015), « Leveraged bubbles », *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.

15. Sur la base des estimations du modèle FRB-US de la Réserve fédérale, nous estimons que sur l'année 2023, les hausses de taux contribueraient à amputer la croissance de 0,7 point. En 2024, cet effet négatif serait de 0,9 point.

16. Selon l'estimation du PIB potentiel du CBO (*Congressional Budget Office*), l'écart de croissance serait de -0,7 point en 2022, ce qui est en partie paradoxal étant donné la situation sur le marché du travail et le diagnostic partagé selon lequel l'inflation en 2022 résulte en partie de facteurs de demande.

ciation du dollar en 2022 provoqueraient des pertes de parts de marché qui se traduiraient par une contribution négative du commerce extérieur au cours des quatre prochains trimestres et qui deviendrait nulle en moyenne trimestrielle en 2024¹⁷.

Le ralentissement de l'activité se traduirait par des créations d'emplois moins dynamiques d'autant plus que la productivité américaine est déjà revenue vers sa tendance. Nous supposons cependant que la productivité ralentirait légèrement en 2023 avant de remonter. Le taux de chômage repasserait au-dessus de 4 % en fin d'année et s'établirait à 4,5 % en moyenne en 2024 atténuant par conséquent les tensions sur le marché du travail observées depuis 2021.

17. Relativement à l'euro, le dollar s'est apprécié de 10,6 % en 2022 et nous prévoyons une relative stabilité du taux de change pour 2023 et 2024. En termes réels, l'indice du FMI calculé à partir des indices de prix à la consommation indiquent une appréciation réelle de 9,4 % en 2022.

États-Unis : résumé des prévisions

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

	2022				2023				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	-0,4	-0,1	0,8	0,7	0,2	0,2	0,2	0,3	2,1	1,4	1,3
PIB par habitant	-0,5	-0,3	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,1	1,7	0,7	0,5
Consommation des ménages	0,3	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	2,8	1,3	1,2
Consommation publique	-0,3	-0,2	0,7	0,8	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	1,4	1,2
FBCF totale dont :	1,4	-0,9	-0,2	-0,6	0,2	0,5	0,5	0,6	0,9	0,3	2,3
Production privée	1,9	0,0	1,5	0,8	1,4	1,0	0,8	0,6	3,8	4,0	2,4
Logement	-0,8	-4,8	-7,6	-7,2	-5,6	-1,9	-1,0	0,3	-10,7	-17,1	1,7
Administrations publiques	-1,5	-1,4	1,9	1,3	0,2	0,2	0,2	0,2	-2,2	2,0	1,3
Exportations de biens et services	-1,2	3,3	3,5	-0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	7,2	3,3	1,8
Importations de biens et services	4,3	0,6	-1,9	-1,1	0,7	0,6	0,6	0,6	8,2	0,0	2,3
<i>Contributions :</i>											
Demande intérieure hors stocks	0,4	0,1	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	2,0	1,2	1,5
Variations de stocks	0,1	-0,5	-0,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	-0,2	0,0
Commerce extérieur	-1,0	0,3	0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,6	0,4	-0,2
Déflateur de la consommation*	6,4	6,6	6,3	5,7	4,9	4,0	3,8	3,6	6,3	4,1	2,8
Taux de chômage	3,8	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	4,0	4,1	3,6	3,9	4,6
Solde courant, en % du PIB									-3,7	-3,0	-2,7
Solde public, en % du PIB									-4,0	-3,1	-4,2
Dettes publiques, en % du PIB									123,4	119,9	119,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-8,6	-1,3	0,8
PIB zone euro	0,6	0,9	0,4	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3	3,5	0,9	1,4

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

