

États-Unis : reprise ou fin de récession ?

L'été 2009 devrait marquer la fin de la récession américaine qui aura duré un an et demi. Mais si la croissance repart, les perspectives restent ternes à l'horizon des prochains trimestres car les conséquences de la crise sont loin d'être digérées. Même si les tensions financières s'atténuent et si l'absence de risques inflationnistes rend l'environnement monétaire favorable à l'horizon 2010, la situation financière des agents (notamment ménages et secteur public) devrait s'avérer contraignante dans les prochains trimestres. Les effets de richesse joueront négativement sur la demande des ménages et la fin des plans de relance mettra les agents face à leurs propres déséquilibres. À court terme, on peut attendre un rebond de l'économie lié à une reprise technique qui s'atténuera en 2010. Après une baisse de 2,5 % du PIB en 2009, la croissance pourrait atteindre 1,9 % l'année suivante mais sera insuffisante pour refermer l'écart de production. Le déficit de production par tête se maintiendrait autour de 5,5 % dans les prochains trimestres.

La récession se termine

Après quatre trimestres de baisse d'activité conduisant à un recul du PIB de 3,9 % sur un an au deuxième trimestre 2009, la récession américaine touche à sa fin. Commencée en décembre 2007 selon les critères du NBER, elle aura été plus violente que celles de 1974-1975 et 1982 mais reste sans comparaison avec la gravité de la grande crise de 1929, car mieux gérée.

La crise financière qui avait atteint son paroxysme au tournant de l'année 2008-2009 s'est légèrement détendue les mois suivants. La politique très interventionniste de la Réserve fédérale pour soutenir l'offre de crédit, combinée aux différents plans de relance du Trésor, a permis de traverser au mieux le pire de la crise. Le manque de liquidité s'est atténué au deuxième trimestre mais les taux d'intérêt sont restés relativement élevés. Les nouveaux crédits bancaires nets aux ménages et aux entreprises ont encore été négatifs, obligeant ces dernières à se reporter vers le marché obligataire, malgré des *spreads* là aussi élevés, et le marché des actions en voie de reprise.

Après le surajustement de l'économie réelle à ce contexte, la baisse de la demande s'est poursuivie au deuxième trimestre 2009 mais à un rythme plus modéré. Les ménages ont continué de jouer la prudence – la consommation privée a reculé de 0,2 % sur un trimestre (soit 1,9 % sur un an) et le taux d'épargne a continué d'augmenter passant de 3,5 % en moyenne sur les précédents trimestres à 5 % au deuxième trimestre – mais c'est surtout dans les entreprises que le mouvement s'est atténué. Après les licenciements massifs et les coupes sombres dans les budgets d'investissement, conséquence de la crise financière, l'ajustement était déjà en grande partie réalisé au deuxième trimestre. La baisse de l'investissement a ralenti à -2,8 % sur un trimestre, après -11,7 % au précédent. Entre le point haut du printemps 2008 et le printemps 2009, il a au total reculé de 20 %, ramenant le taux d'investissement de 12 % à 10 % du PIB entre les deux points. Néanmoins, le stock de capital a continué d'augmenter du fait du maintien en service d'équipements qui

auraient été déclassés en période « normale ». Ce très faible taux de déclassement permet de maintenir un taux d'accumulation du capital positif, bien qu'en baisse, et très supérieur à celui rencontré lors de la récession de 1982. En l'absence de reprise, l'excès de capacités reste encore élevé. Le taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie est descendu à des plus bas historiques : 68,5 % contre une moyenne de long terme de 81 %.

Les entreprises ayant licencié massivement et plus vite que lors des précédentes récessions et réduit la durée du travail, la quantité de travail s'est adaptée rapidement à la baisse de la production. Résultat, la productivité horaire n'a jamais été aussi favorable à cette phase du cycle. Simultanément, l'explosion du chômage, passé de 4,9 % de la population active début 2008 à 7,6 % un an plus tard et 9,7 % en août dernier pèse sur les salaires. Dans le secteur des services, la hausse est passée d'un rythme supérieur à 4 % jusqu'en février 2009 à moins de 3 % durant l'été. Ces adaptations ont permis aux entreprises de maintenir leur taux de marge à un niveau exceptionnellement élevé compte tenu de la profondeur de la crise. Dans les entreprises non financières, celui-ci en baisse depuis 2007 s'est stabilisé au premier semestre 2009 sur sa moyenne de long terme.

Dans cet environnement, les ménages sont restés les plus touchés, même s'ils ont bénéficié largement des politiques de soutien du gouvernement. Ainsi, à prix constants, le revenu disponible brut des ménages a progressé de 0,1 et 0,9 % aux premier et deuxième trimestres respectivement, alors que la masse salariale a baissé de 2,7 % et 1,3 % et le revenu avant impôt, de 1,9 % et 0,1 % sur les mêmes périodes. Pour autant, les dépenses de consommation n'ont pas augmenté, elles ont même baissé au deuxième trimestre, la priorité étant donnée au désendettement. De fait, la dette brute a baissé de 6 points de RDB entre le début 2008 et le deuxième trimestre 2009, principalement sous l'effet du désendettement hypothécaire. Les nouveaux crédits nets des remboursements restent très négatifs, l'offre des crédits de la part des banques se concentrant davantage sur les programmes de refinancement des ménages endettés (*subprime/alt A*) que sur l'achat de nouveaux logements. Ceci a poussé à un recul encore important de l'investissement résidentiel au deuxième trimestre. Mais la stabilisation des mises en chantier et permis de construire entre janvier et avril et la très légère hausse qui a suivi augurent de la fin de la crise dans le secteur immobilier. L'indicateur d'activité dans la construction (NAHB) a repris, tout comme les ventes dans l'ancien et dans le neuf. Les prix de l'immobilier ont commencé à rebondir au deuxième trimestre, signe que l'apurement du marché est bien réalisé, mais ils restent encore entre 5 % (indice OFHEO) et 15 % (indice Case&Shiller) inférieurs à leur niveau de l'année dernière.

Mais la reprise se fera sans véritable croissance

La fin de la récession américaine au cours des mois d'été devrait confirmer ce qu'annoncent les trois indicateurs synthétiques du NBER. L'indicateur avancé, reparti à la hausse depuis avril, a regagné en août 4,8 % par rapport à son point bas. Les principales composantes de l'indicateur sous-tendant la reprise sont la hausse de la durée du travail dans l'industrie manufacturière, le ralentissement des nouveaux inscrits à l'assurance chômage, la reprise de la Bourse, l'allongement des délais de livraison, la hausse des permis de construire et de l'écart de taux d'intérêt. L'indicateur coïncident a cessé de baisser en août avec la reprise de la production industrielle, déjà visible en juillet. Enfin, l'indicateur retardé, qui s'était franchement dégradé depuis le début de l'année 2009, tend à se stabiliser en août, sous l'effet notamment de la baisse de la durée du chômage et de la reprise des prix

dans les services. L'encours de la dette des entreprises industrielles et commerciales et des ménages continue néanmoins d'avoir une contribution très négative à l'évolution de l'indicateur. D'autres indicateurs conjoncturels, tels que les enquêtes auprès des chefs d'entreprises, à l'exception de celles concernant l'emploi, sont également bien orientés.

Pourtant, contrairement aux précédents cycles, la reprise ne se fera pas par les moteurs traditionnels de la croissance. La consommation finale privée restera contrainte par le désendettement des ménages. Trop occupés à assainir leur situation financière et à se prémunir contre les risques de chômage – qui avoisinerait 10,5 % en 2010 –, les ménages resteront prudents et le taux d'épargne, qui avait culminé à 6 % en juillet, ne devrait guère baisser en-dessous de 4,6 % du RDB d'ici la fin 2010. Les ménages ont pu bénéficier au troisième trimestre de la prime à la casse en vigueur de fin juillet à fin août 2009 pour l'achat de voitures neuves (une enveloppe de 3 milliards de dollars soit 0,02 point de PIB, a été prévue à cet effet avec une prime comprise entre 3 500 et 4 500 dollars par véhicule). Résultat, les ventes de voitures légères ont augmenté de 25 % entre avril et septembre 2009. Mais ceci devrait rester ponctuel. Les effets du plan de relance sur le revenu des ménages, notamment le *Making Work Pay Tax Credit*, devraient s'atténuer au fil des mois et le revenu après impôt devrait désormais augmenter moins vite que le revenu avant impôt. Or l'emploi pourrait baisser jusqu'à la fin de l'année 2009 – les destructions d'emplois ont ralenti à 200 000 en août après 750 000 en janvier – et les perspectives de reprise sur le marché du travail restent ténues, même si la productivité horaire reste élevée. Les salaires qui ont ralenti leur progression à un rythme annualisé de 1,3 % au deuxième trimestre ne devraient pas se retendre avant la fin 2010, et les autres formes de revenus ne devraient pas apporter de soutien particulier. Seul point positif, l'inflation sous-jacente devrait rester faible (entre 1,4 et 1,5 % en fin 2010), et la hausse des prix du pétrole à attendre jusqu'au début 2010 aurait un léger impact sur les prix à la consommation qui augmenteraient de 2,1 % au premier semestre 2010.

Sans reprise de la consommation, la reprise sera avant tout technique. Tout d'abord, après deux trimestres de fort déstockage, les entreprises devraient nettement moins puiser dans leur stocks au troisième trimestre 2009, avant de les reconstituer par la suite. Malgré une contribution à la croissance fortement positive au troisième trimestre, le niveau des stocks rapporté au PIB ne devrait néanmoins pas augmenter. Ensuite, l'investissement productif qui s'est ajusté jusqu'alors plus que nécessaire à l'évolution de la demande, pourrait baisser légèrement au troisième trimestre avant de reprendre progressivement. Déjà, on peut observer depuis mai une remontée timide des commandes de biens d'équipement.

Deux facteurs devraient cependant jouer négativement sur la croissance en 2010. En l'absence de nouvelles mesures de soutien (nous ne prévoyons pas de resserrement budgétaire), l'impulsion budgétaire deviendra négative. La contribution extérieure deviendrait neutre avec la reprise des importations à partir du second semestre 2009 qui viendrait contrecarrer les bonnes performances des exportations américaines. Dans ces conditions, la croissance ne devrait pas être supérieure à la croissance potentielle, laissant l'écart de production inchangé à l'horizon de la fin 2010.

Tableau : États-Unis : résumé des prévisions

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

	2008				2009				2010				2007	2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,2	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	-0,3	0,9	0,7	0,3	0,4	0,5	0,5	2,1	0,4	-2,5	1,9
PIB par tête	-0,4	0,1	-0,9	-1,6	-1,9	-0,5	0,6	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	1,2	-0,5	-3,6	0,8
Consommation des ménages	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	0,2	-0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	2,6	-0,2	-0,9	0,6
Dépenses publiques ¹	0,6	0,9	1,2	0,3	-0,7	1,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,2	0,2	1,7	3,1	1,9	1,8
FBCF totale <i>dont</i>	-1,6	-0,7	-2,2	-5,5	-11,6	-3,6	-1,0	0,9	1,2	1,2	1,3	1,3	-2,0	-5,1	-18,9	2,4
Logement	-8,0	-4,2	-4,2	-6,4	-11,3	-6,3	-2,0	0,0	1,0	1,0	1,5	1,5	-18,5	-22,9	-23,0	0,2
Productive privée	0,5	0,3	-1,6	-5,3	-11,7	-2,8	-0,7	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3	6,2	1,6	-17,7	3,0
Exportations de biens et services	0,0	2,9	-0,9	-5,3	-8,5	-1,3	4,0	3,0	1,6	1,6	1,6	1,6	8,7	5,4	-10,4	8,1
Importations de biens et services	-0,6	-1,3	-0,6	-4,5	-10,7	-4,0	4,5	2,0	2,0	1,0	1,0	1,0	2,0	-3,2	-14,5	6,3
Variations de stocks	0,0	-0,3	-0,2	-0,3	-0,9	-1,2	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,1	-0,2	-0,6	0,2
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,2	0,1	-0,7	-1,3	-1,7	-0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	1,8	-0,4	-3,1	1,1
Variations de stocks	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	-0,6	-0,4	0,9	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,4	0,8
Commerce extérieur	0,1	0,6	0,0	0,1	0,6	0,4	-0,2	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,6	1,2	1,0	0,0
Prix à la consommation ²	4,2	4,3	5,2	1,5	-0,2	-0,9	-1,6	1,1	2,1	2,1	1,7	1,5	2,9	3,8	-0,4	1,9
Taux de chômage, en %	4,9	5,4	6,0	6,9	8,1	9,2	9,7	10,2	10,3	10,3	10,3	10,1	4,6	5,8	9,3	10,3
Solde courant, en points de PIB	-5,0	-5,2	-5,1	-4,3	-2,9	-2,8	-2,4	-2,4	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	-5,2	-4,9	-2,6	-2,3
Solde public, en points de PIB ³													-1,2	-3,1	-11,4	-10,0
Impulsion budgétaire													-1,1	1,6	4,0	-1,7
PIB zone euro	0,8	-0,3	-0,3	-1,8	-2,5	-0,1	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	2,7	0,6	-3,8	0,8

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.

3. Solde fédéral. Sur l'année fiscale 2009, le solde inclut les dépenses liées au TARP (154 milliards de \$) et à la mise sous tutelle de Freddie Mac et Fannie Mae (91 milliards de \$). Hors ces mesures, le déficit atteint 9,2 % du PIB.

Sources : Bureau of Economic Analysis (BEA, comptes définitifs du quatrième trimestre 2007), Bureau of Labor Statistics (BLS), Congressional Budget Office (CBO), prévision OFCE octobre 2009.