

ÉTATS-UNIS : LA CROISSANCE SOUS CONTRAINTES

Christine Riffart

Département analyse et prévision

Après avoir atteint 3 % en 2010, la croissance américaine a ralenti à 1,7 % en 2011. Le premier semestre avait fait état d'une pause dans la dynamique de rattrapage. La croissance s'est raffermie dans la seconde moitié de l'année pour terminer à un rythme annualisé de 3 % au quatrième trimestre 2011 (1,6 % sur un an). Basée sur une croissance faible depuis 2 ans – insuffisante pour réduire le retard de production qui selon l'OCDE se situe autour de 4 % du PIB –, l'activité pâtit des déséquilibres financiers qui perdurent du côté des ménages et de l'ajustement budgétaire mis en place l'année dernière. Si la politique monétaire devrait rester accommodante afin de faire pression sur les taux d'intérêt longs publics et aussi privés, le resserrement budgétaire s'amplifiera encore l'année prochaine et pourrait freiner la croissance de 1,1 point cette année et 1,5 point l'année prochaine. La croissance devrait atteindre 2,3 % en 2012 (dont 0,9 point dû à un effet d'acquis) et 2,4 % en 2013.

L'ajustement des ménages n'en finit pas...

Après le ralentissement du premier semestre 2011 qui contrastait avec les 6 précédents trimestres de forte reprise, la croissance a redémarré au deuxième semestre 2011. La contribution de la demande intérieure hors stocks a augmenté tandis que les variations de stocks, neutres ou jouant négativement sur la croissance entre le dernier trimestre 2010 et le troisième trimestre 2011, se sont accélérées en fin d'année, comme si les entreprises se préparaient à un nouveau surcroît de demande.

À l'exception du deuxième trimestre, la croissance de la consommation des ménages est restée autour de 0,4-0,5 % en variation sur

un trimestre en 2011. Deux facteurs ont joué favorablement dans la deuxième moitié de l'année. D'abord, le pouvoir d'achat du revenu disponible brut (RDB) a bénéficié du ralentissement de l'inflation. Ainsi, le RDB nominal a progressé régulièrement (0,7 % par trimestre) tandis que le déflateur des dépenses de consommation, qui s'était accéléré de 1 % et 0,8 % sur chacun des deux premiers trimestres de 2011 par rapport au précédent, a ralenti à 0,6 puis 0,3 % au cours des deux derniers du fait du tassement puis de la baisse du prix des produits pétroliers. Dès lors, entre le deuxième et le dernier trimestre 2011, la hausse de 0,5 point du pouvoir d'achat du RDB est due exclusivement au recul de l'inflation (effet positif de 0,6 point), les revenus nominaux ayant baissé de 0,1 point sur la période. Le deuxième facteur qui explique la bonne tenue de la consommation est la décrue du taux d'épargne de 0,2 point de RDB au troisième trimestre et de 0,1 point au dernier. D'un maximum à 6,2 % courant 2009, il a amorcé une baisse régulière depuis l'été 2010, pour atteindre 4,5 % au dernier trimestre 2011.

Cette baisse du taux d'épargne a pour origine notamment l'amélioration du marché du travail. La baisse du taux de chômage, engagée en mai 2010, s'est accélérée en septembre, faisant passer le taux de 9 % en août à 8,5 % en décembre. Cette baisse a surtout concerné le chômage masculin – le taux des femmes restant stable à 8,2 % depuis l'été 2009 alors que celui des hommes, après un pic à 11,2 % en octobre 2009, est passé de 9,5 à 8,7 % sur les quatre derniers mois. Malgré la décrue, les jeunes restent les plus affectés (18,3 % notamment pour les 16-24 ans de sexe masculin en décembre). Le sous-emploi baisse également à 14,9 %. Alors que la population active progresse depuis le printemps 2011, cette décrue du chômage reflète l'amélioration de l'emploi. Selon l'enquête auprès des ménages, les créations nettes d'emplois se sont accélérées au rythme de 270 000 par mois entre août et décembre 2011, après 20 000 par mois au premier semestre. Les enquêtes issues des entreprises qui concernent l'emploi salarié non agricole ne font pas état d'une telle accélération en milieu d'année mais néanmoins elles soulignent que l'accélération des créations nettes de l'emploi salarié en 2011 par rapport à 2010 (1,4 % sur un an en décembre 2011 après 0,8 % sur un an en décembre 2010) a été plus forte que celle concernant l'emploi total (1,1 % après 0,9 % sur les mêmes périodes). L'amélioration a été plus nette encore pour l'emploi

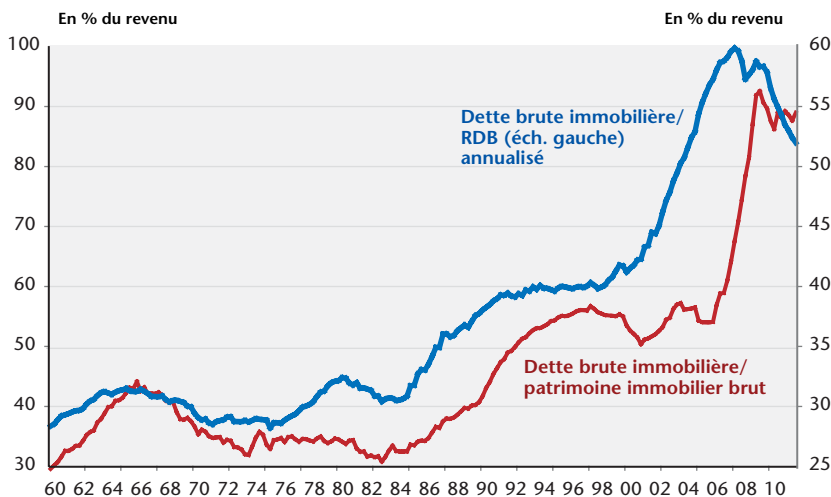
salarié du secteur privé (1,9 % après 1,2 % toujours sur les mêmes périodes), le secteur public continuant à réduire ses effectifs. Malgré ces évolutions, la revalorisation des salaires continue à ralentir. Dans le secteur manufacturier, les hausses sont passées en 1 an de 2,1 % en décembre 2010 à 1,2 % en décembre 2011. Dans le reste de l'économie, elles sont restées plutôt stables, autour de 2 %.

Soutien majeur à la croissance du quatrième trimestre 2011, l'investissement résidentiel semble sortir d'une période de marasme total qui aura duré près de 5 ans. Les ventes dans l'ancien ont repris (le marché du neuf reste cependant toujours atone), le stock de logements invendus s'est rapproché de son niveau d'avant-crise et les conditions d'accessibilité à la propriété, compte tenu des prix immobiliers et des taux d'intérêt hypothécaires, sont de plus en plus attractives. Le taux d'endettement hypothécaire des ménages a baissé significativement, notamment au cours des deux dernières années, pour atteindre 84 % fin 2011 et les nouveaux crédits hypothécaires nets des remboursements restent négatifs, tout en l'étant de moins en moins. Néanmoins, le taux d'endettement reste encore élevé au regard des standards passés et, malgré les efforts d'ajustement, le bilan financier peine à s'améliorer. La valeur du patrimoine immobilier brut continue de fondre avec la baisse du prix des logements (-4 % sur un an selon l'indice Case & Shiller fin 2011) et les ventes forcées se poursuivent (le taux de ménages propriétaires est passé de 66,5 % à 66 % en un an). La dette immobilière reste autour de 54 % du patrimoine immobilier brut (graphique). Du côté des actifs financiers, au-delà de la tendance haussière enregistrée depuis mi 2009, un retournement des prix de 2011 a pesé sur la valeur des titres détenus. Au final, la richesse nette totale des ménages a poursuivi sa dégradation tout au long de l'année 2011.

Si du côté des entreprises la demande n'est pas à la hauteur des attentes, la situation financière est très favorable, au moins dans les grandes entreprises : au troisième trimestre 2011, le taux de marge est à un niveau historiquement élevé. Après la dégradation de 2007 et 2008, le rétablissement du taux de marge a été rapide et depuis deux ans, la part de l'EBE dans la valeur ajoutée des entreprises se situe autour de 33 %, soit 1,5 point au-dessus du précédent record de 2006. L'ajustement des entreprises à la crise économique et financière a commencé à l'été 2007, et dès le premier trimestre

2009, la productivité horaire du travail se redressait (6 % sur un an au début de 2010) pour revenir progressivement sur sa tendance de long terme. Depuis, les gains ont faibli pour atteindre 0,5 % sur un an à la fin 2011 mais le niveau de productivité reste élevé (graphique). Face à une progression du salaire horaire encore supérieure, malgré le ralentissement observé, aux gains de productivité (1,7 % sur un an fin 2011), les coûts salariaux par unité produite ont recommencé à augmenter en 2011.

Graphique 1. Dette hypothécaire des ménages

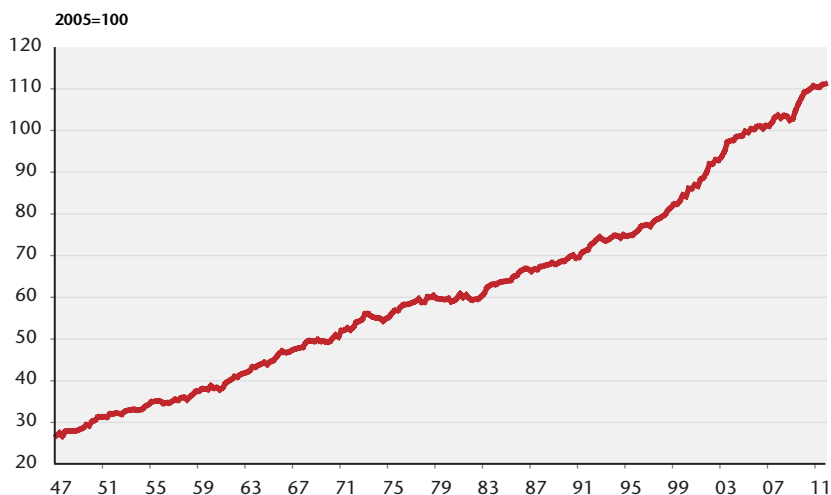


Source : Flow of Funds.

À la fin de l'année 2011, ils progressent de 1,3 % en glissement, après -0,9 à la fin 2010. Combiné à la hausse du prix des matières premières (le prix des matières premières importées a crû de 8,5 % sur un an fin 2011), le renchérissement des coûts de production s'est légèrement répercuté sur les prix finaux, mais compte tenu des marges des entreprises et de la modération de la demande, le risque d'une inflation par les coûts n'est évidemment pas retenu. Pourtant, la vigueur de la reprise de la production industrielle a ramené à la fin de l'année dernière le taux d'utilisation des capacités productives dans l'industrie au-dessus de sa tendance de long terme. Malgré le ralentissement de la fin 2011, l'investissement productif reste dynamique. Le taux d'investissement s'est redressé de plus de 1,2 point de PIB depuis son point bas du début 2010, plus rapidement que lors des précédentes périodes de sortie de crise.

Bénéficiant d'une situation financière confortable, les entreprises américaines en profitent pour réaliser des investissements essentiellement de rationalisation (équipement et informatique), ce qui a pour effet à la fois de soutenir la demande, mais également d'améliorer l'efficacité de la structure productive à moyen terme.

Graphique 2. Productivité horaire du travail dans les entreprises non agricoles



Source : BLS.

Tandis que 2012 et 2013 resteront sous le sceau de l'ajustement budgétaire

Soutenue par une dynamique vertueuse en ce début d'année 2012 (hausse de la consommation finale privée avec accélération des créations nettes d'emplois, hausse de l'investissement et des stocks), mais marquée par un chômage élevé et une charge d'endettement à la fois des ménages et de l'Etat fédéral trop forte, qui empêche la reprise du crédit, l'activité américaine reste sur une tendance relativement modérée par rapport à son potentiel. La production manufacturière s'est accélérée au tournant de l'année pour progresser de 5,2 % sur un an en février 2012 et les enquêtes sur la production faites par les banques fédérales de Chicago et de Philadelphie prolongent le mouvement pour le mois de mars. Les carnets de commandes sont bien orientés, tant sur le marché domestique qu'à l'exportation. Les indicateurs de confiance se sont fortement améliorés depuis octobre 2011. La croissance pourrait rester autour de 0,6 % au premier trimestre 2012.

Pour autant, compte tenu de l'écart de production qui stagne autour de 4 % du PIB potentiel selon l'OCDE, la croissance devrait rester très inférieure à ce qu'il serait permis d'escompter pour que cet écart se referme à l'horizon de notre prévision. La hausse du prix du pétrole devrait entraîner un surcroît d'inflation de 0,2 point en moyenne sur l'année 2012 qui viendra éroder le pouvoir d'achat du revenu des ménages. L'année suivante, la détente sur le marché pétrolier produira l'effet inverse : l'indice des prix à la consommation augmentera de 1,8 % en glissement fin 2013, moins rapidement que l'indice sous-jacent qui progresserait de 2 %.

Mais surtout un autre problème viendra peser sur la croissance en 2012 et 2013 : l'ajustement budgétaire. Depuis trois ans, le solde public représente en moyenne 10,7 % du PIB. Si jusqu'alors le gouvernement et le Congrès n'ont pas hésité à multiplier les mesures de soutien à la croissance au prix d'une dette publique croissante, les mesures de restriction budgétaire ont malgré tout déjà commencé. La réduction d'1 point de déficit public en 2011 est due à une impulsion budgétaire négative et l'effort devra se poursuivre (à hauteur de 1,1 point de PIB en 2012 et 1,5 en 2013, après 1,2 point en 2011). Une grande partie des mesures des précédents plans de relance sont déjà arrivées à expiration en 2010, la dernière en date étant celle relative à la fin du seuil exemptant les ménages de l'*Alternative Minimum Tax* qui se termine le 31 décembre 2011. Celles qui devaient s'éteindre le 29 février 2012 ont été reconduites pour un an (réduction de 2 points des taux de cotisations sociales salariés, prolongement des allocations chômage pour les chômeurs de longue durée, maintien des taux de remboursement des consultations médicales). L'*American Recovery and Reinvestment Act* voté en février 2009 prévoyait que 90 % des dépenses soient effectuées avant la fin de l'année fiscale 2011. Sur un montant total de 831 milliards de dollars budgétés sur 10 ans, l'impact (négatif) sur le déficit passerait, selon le CBO de 145 milliards de dollars en 2011 à 49 milliards en 2012 et serait négligeable au-delà. Autrement dit, le déficit budgétaire structurel devrait s'améliorer de 100 milliards de dollars du fait de la baisse des dépenses liées à l'ARRA entre 2011 et 2012. Simultanément, la procédure d'ajustement automatique des finances visant à trouver 1 200 milliards de dollars d'économies à l'horizon 2021 devra entrer en application au début de 2013. Ainsi, dès l'année prochaine, une partie des ressources budgétaires

allouées à des programmes discrétionnaires mais aussi à des programmes et dépenses liées à des dépenses obligatoires sera automatiquement annulée. Le programme Medicaid (destiné aux personnes les plus démunies) devrait être épargné mais 90 % du programme Medicare (qui concerne les personnes de plus de 65 ans) devrait connaître des coupes de 2 %. De même, à la fin de 2012, devraient prendre fin les baisses d'impôt sur les revenus des particuliers et des entreprises votées en 2001 et 2003 par le gouvernement Bush, puis reconduites temporairement pendant la crise, ainsi que les mesures visant à accélérer la dépréciation des investissements sur la première année d'acquisition.

Compte tenu des engagements budgétaires pris et des contraintes posées par l'ampleur de la dette, l'ajustement budgétaire sur la croissance sera plus fort en 2013. L'impulsion négative pourrait freiner la croissance et empêcher la fermeture de l'*output gap*. En effet, la baisse de la dépense publique combinée à la hausse des prélèvements vont avoir un impact significatif sur les revenus des ménages. Déjà, la part des impôts dans le revenu a augmenté d'1 point et les transferts sociaux ont baissé de 2 points de la masse salariale entre la fin 2010 et la fin 2011. Cela devrait se poursuivre en 2012. Mais c'est surtout en 2013 que le mouvement devrait s'approfondir avec la hausse plus forte des prélèvements (impôts et cotisations sociales) sur les revenus et le recul des transferts.

Dans ce contexte, les contraintes qui ont pesé sur la croissance en 2011 resteront présentes en 2012 et 2013. La situation financière des ménages demeure un problème, même si l'investissement résidentiel devrait confirmer sa reprise. L'indicateur NAHB, reflet de l'activité vue par les promoteurs, s'est raffermi sensiblement sur les trois premiers mois de l'année 2012 et les mises en chantier et permis de construire progressent positivement depuis juin 2011. Néanmoins, un excès d'offre subsiste, et empêche la stabilisation des prix, alors que les ménages restent confrontés à un endettement encore excessif au regard de la valeur de leur patrimoine. La question des retards de paiements et des saisies n'est toujours pas réglée : au quatrième trimestre 2011, 7,6 % des prêts avaient des retards de paiement et 4,4 % étaient dans des procédures de saisies. Selon Corelogic, 11,1 millions de ménages propriétaires ayant un emprunt, soit 22,8 % d'entre eux, avaient une *negative equity* de plus de 5 % (c'est-à-dire une différence de prix entre le montant du capital restant à

payer et la valeur du bien hypothéqué) au quatrième trimestre 2011. Si l'on ajoute les 2,5 millions de ménages ayant une *negative equity* d'au plus 5 %, le problème concerne 27,8 % des ménages endettés (après 27,1 % au troisième trimestre) et porte sur un encours de dette total de 2,8 trillion de dollars. Dans ces conditions et malgré l'assouplissement des conditions de financement des banques, l'accès des ménages au crédit demeurera réduit en 2012 et 2013 et impactera la détente du taux d'épargne.

Cette situation jouera sur la consommation des ménages qui restera autour de 2 % en 2012 et 2013. L'investissement des entreprises devrait continuer de progresser plus rapidement que le PIB, d'où une hausse du taux d'investissement sur la période. Mais face à une demande anticipée qui reste contrainte, les créations d'emplois devraient ralentir, notamment en 2013. Dans ce contexte, la croissance pourrait avoisiner 2,3 %-2,4 % en 2012 et 2013, soit une croissance qui ne permet ni de refermer l'écart de croissance, ni de réduire significativement le taux de chômage. Celui-ci, qui a encore baissé à 8,3 % en février, pourrait descendre vers 7,2 % fin 2013, soit au-dessus de son niveau d'équilibre que le CBO évalue aujourd'hui à 6 %. Le déficit budgétaire serait malgré tout réduit de 1 point chaque année pour terminer à 7,1 % en 2013.

États-Unis : résumé des prévisions

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

	2011				2012				2013				2010	2011	2012	2013
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,1	0,3	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	3,0	1,7	2,3	2,4
PIB par tête	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	2,3	1,0	1,5	1,6
Consommation des ménages	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,0	2,2	1,8	2,0
Dépenses publiques ¹	-1,5	-0,2	0,0	-1,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	-2,1	-1,2	-0,2
FBCF privée dont	0,3	2,2	3,1	1,1	1,8	1,8	1,9	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	2,6	6,6	7,7	6,7
Logement	-0,6	1,0	0,3	2,8	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	-4,3	-1,4	8,5	11,4
Productive	0,5	2,5	3,7	0,7	1,8	1,8	1,6	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	4,4	8,7	7,5	5,6
Exportations de biens et services	1,9	0,9	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	11,3	6,8	4,1	4,1
Importations de biens et services	2,0	0,3	0,3	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	12,5	4,9	3,2	3,1
Variations de stocks	49	39	-2	54	60	60	60	70	70	70	70	70	58,8	35,1	62,5	70,0
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	0,1	0,4	0,7	0,3	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	1,9	2,0	2,1	2,3
Variations de stocks	0,1	-0,1	-0,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,6	-0,2	0,2	0,1
Commerce extérieur	-0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,0
Prix à la consommation ²	2,1	3,3	3,8	3,3	2,7	2,3	2,1	2,2	2,1	1,8	1,7	1,8	-0,3	1,6	3,1	2,3
Taux de chômage, en %	9,0	9,1	9,1	8,7	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	7,8	7,7	7,6	9,6	8,9	8,1	7,7
Solde courant, en points de PIB	-3,2	-3,3	-2,9	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9	-2,9	-2,9	-2,8	-2,8	-2,8	-2,7	-3,2	-3,1	-2,9
Solde public, en points de PIB													-10,7	-9,7	-8,6	-7,1
Impulsion budgétaire													+0,3	-1,2	-1,1	-1,5
PIB zone euro	0,8	0,1	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	1,8	1,5	-0,4	0,3

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 mars 2012.