

États-Unis : la récession n'aura pas lieu¹

L'économie américaine a déjoué les pronostics tout au long de l'année 2023. Malgré la poursuite du resserrement monétaire, le ralentissement anticipé n'a pas eu lieu. Bien au contraire, l'activité a accéléré. Sur l'ensemble de l'année, la croissance a atteint 2,5 % après 1,9 % en 2022. Dans le même temps, l'inflation a nettement reflué, passant de 5,4 % en décembre 2022 à 2,6 % un an plus tard. Peut-on en déduire que la Réserve fédérale a réussi son pari de ramener progressivement l'inflation vers sa cible sans provoquer de récession ou de hausse significative du chômage ? Il faut néanmoins préciser que la dynamique de l'inflation fut en partie liée à celle des prix de l'énergie et aux contraintes d'approvisionnement et que ces éléments expliquent en partie sa baisse. Par ailleurs, la politique budgétaire a contribué à soutenir l'activité en 2023, compensant les effets négatifs du resserrement monétaire. En 2024, l'inflation poursuivrait sa convergence vers la cible de la banque centrale si bien que les taux devraient commencer à baisser. Pour autant, les effets des hausses de taux passées pèseraient encore sur l'activité en 2024, qui ne serait par ailleurs plus soutenue par la politique budgétaire. La croissance sera donc moins forte et le taux de chômage augmenterait pour atteindre 4,5 % en fin d'année.

La croissance résiste aux chocs...

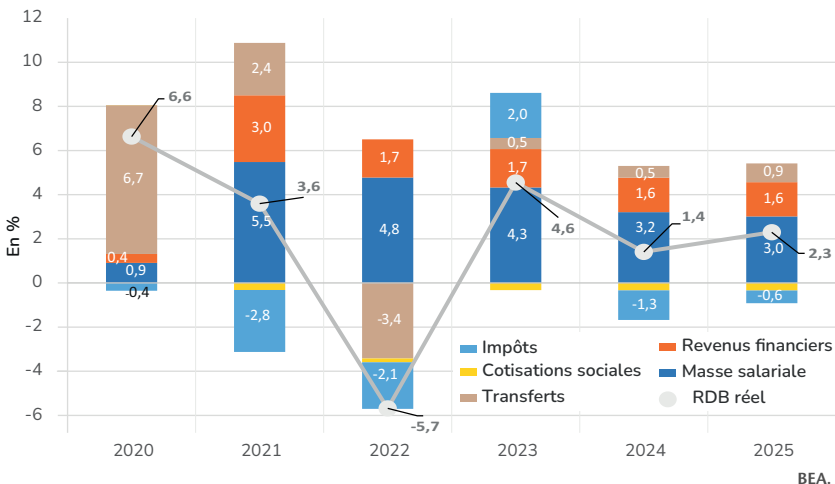
Contrairement aux pays européens, les États-Unis ont été plutôt épargnés par la crise énergétique. Moins sensibles au prix du pétrole que les pays européens et peu touchés par l'augmentation du prix du gaz, les ménages américains ont maintenu leurs dépenses grâce à une dynamique des salaires relativement favorable et en continuant à puiser dans l'épargne accumulée en 2020 et 2021. Il n'en demeure pas moins que la hausse des taux d'intérêt a sans doute pesé sur l'activité mais que ces effets ont pu être compensés par la politique budgétaire.

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

... soutenue par la demande privée et publique

Aux troisième et quatrième trimestres 2023, le PIB a progressé de 1,2 et 0,8 % respectivement, principalement soutenu par la demande intérieure tandis que la contribution du commerce extérieur est restée neutre et celle des variations de stock légèrement positive. La consommation privée a été dynamique tout au long de l'année en lien avec une augmentation du revenu disponible réel de 4,2 % (graphique 1). L'emploi dans le secteur privé a certes marqué le pas avec moins de 3 millions de créations contre plus de 6 millions en 2022, mais la masse salariale a été dynamique, reflétant l'augmentation des salaires. Après une collecte exceptionnelle l'année précédente, les impôts sur le revenu payés par les ménages ont nettement baissé en début d'année en raison de plus-values moindres et de délais de paiement octroyés dans les zones touchées par des catastrophes naturelles. Quant au taux d'épargne, il a légèrement augmenté : 4,5 % en moyenne annuelle en 2023 contre 3,3 % l'année précédente mais il reste toujours bien inférieur au niveau observé en 2019². Après une baisse sur huit trimestres consécutifs dans un contexte marqué par la hausse des taux d'intérêt hypothécaires, l'investissement-logement s'est redressé au troisième trimestre. Les permis de construire repartent timidement à la hausse depuis un an mais se situaient en janvier 2024 24 % en dessous du pic post-covid de décembre 2021.

Graphique 1. Le revenu disponible brut des ménages



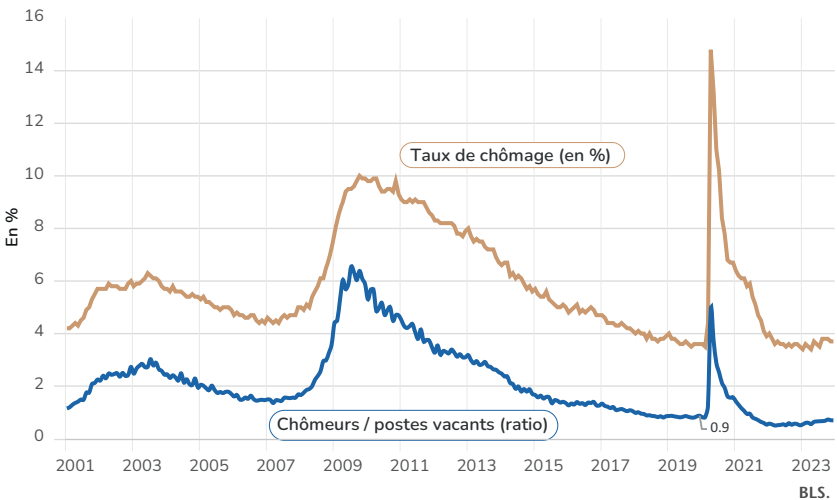
2. Il était en effet de 7,4 % en 2019. Le niveau actuel est néanmoins plus bas que celui observé en moyenne sur la période 2010-2019 (6,2 %).

Les dépenses publiques ont également fortement augmenté sur l'ensemble de l'année (4 % en volume) et contribué pour 0,7 point à la croissance annuelle. L'investissement public a été particulièrement dynamique dans les États et gouvernements locaux avec une progression de 11,7 % en 2023, ce qui s'explique par l'accord bipartisan de novembre 2021 prévoyant une enveloppe de 1200 milliards de dollars pour le financement de projets d'infrastructures (transports, énergie et climat) essentiellement réalisés à l'échelon local. Il en a résulté une hausse du taux d'investissement public de 0,3 point de PIB en un an³.

Marché du travail : les tensions s'atténuent malgré la croissance

Le dynamisme de l'activité ne s'est pas traduit par un accroissement des tensions sur le marché du travail. Le taux de chômage a même légèrement augmenté tout au long de l'année. Après un point bas à 3,4 % en avril 2023, il est remonté à 3,7 % en fin d'année (graphique 2). Cette situation reflète d'une part l'augmentation de la productivité et d'autre part l'évolution de la population active qui a augmenté de 1,7 % (après 1,9 % en 2022), que l'on retrouve

Graphique 2. Indicateurs de tensions sur le marché du travail



3. Sur l'ensemble de l'année, le taux d'investissement s'élève à 3,6 % du PIB, un niveau bien inférieur à celui observé au début des années 1960 (7 %) ou au milieu des années 1980 (5,3 %), périodes où les dépenses d'investissement pour la défense étaient plus importantes.

notamment dans les tranches d'âge inférieures à 45 ans⁴. Les autres indicateurs de tensions confirment ce diagnostic. Le ratio du nombre de chômeurs sur emplois vacants est passé d'un point bas autour de 0,5 en moyenne en 2022 à 0,7 en décembre 2023. Il reste cependant inférieur au niveau de décembre 2019, suggérant que le marché du travail reste tendu. Les enquêtes indiquent une baisse de 10 points du pourcentage d'entreprises déclarant des difficultés de recrutement depuis l'été 2022. Enfin, le taux d'emploi reste inférieur à celui observé en fin d'année 2019 : 60,2 % au dernier trimestre 2023 contre 61 %.

L'inflation a poursuivi sa baisse, reculant de trois points entre janvier 2023 et février 2024. La croissance du déflateur de la consommation (PCE), indicateur retenu par la Réserve fédérale pour son objectif de stabilité des prix, converge progressivement vers la cible de 2 %. L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) baisse également dans les mêmes proportions mais à partir d'un niveau plus élevé⁵. Le reflux de l'inflation est en partie lié à la baisse des prix de l'énergie qui contribue négativement à l'inflation depuis le deuxième trimestre 2023. L'inflation sous-jacente baisse également mais à un rythme plus modéré. Les tensions sur l'approvisionnement qui avaient particulièrement touché le secteur automobile se sont résorbées et l'indice de prix des voitures neuves stagne en janvier 2024 tandis que celui des véhicules d'occasion recule. L'inflation reste principalement alimentée par le coût du logement et des services de transport qui représentent 42,5 % de l'IPC et progressaient respectivement de 6 et 9,7 % en janvier 2024⁶. Hors coût du logement, l'inflation américaine serait inférieure à 2 % (graphique 3). Le rôle de la politique monétaire dans cette baisse de l'inflation semble donc moins important que celui des facteurs d'offre. De fait, les hausses de taux se transmettent via leur impact sur la demande. Dans la mesure où la croissance est restée soutenue, cet effet lié à la demande devrait être peu important. C'est également ce que suggère la décomposition du PCE, proposée par Shapiro (2022)⁷. Au pic d'inflation en juin 2022, les facteurs d'offre et de demande contribuaient pour respectivement 2,8 et 2,7 points pour

4. Cette hausse coïncide avec une augmentation du taux de participation sur le marché du travail de 1 point en deux ans. Elle pourrait être liée au retour sur le marché du travail de travailleurs découragés ou qui étaient en marge de la population active.

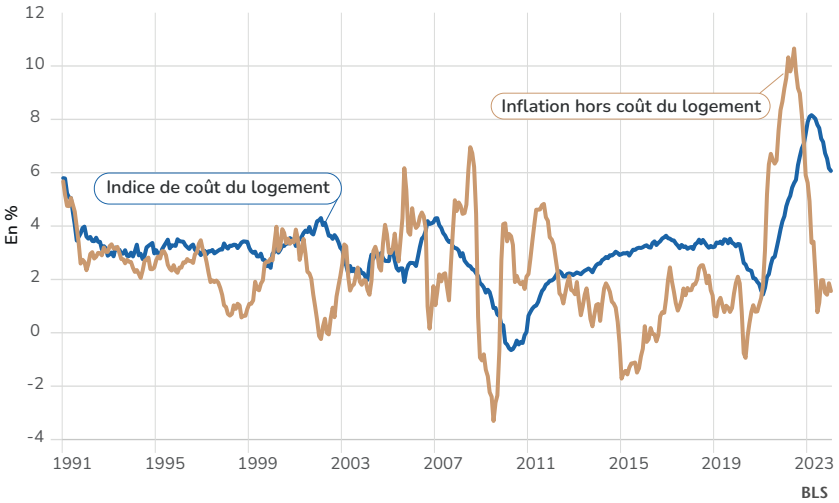
5. La baisse semble toutefois s'interrompre depuis octobre 2023 avec une inflation, mesurée par l'IPC, stable autour de 3,2 %.

6. Contrairement aux indices de prix calculés par les pays européens, l'IPC américain inclut le coût des logements occupés par leur propriétaire.

7. Voir la mise à jour des estimations disponibles [ici](#).

une inflation totale de 6,8 %⁸. En décembre 2023, la contribution de l'offre avait baissé de 1,8 point et celle de la demande de 1,5 point.

Graphique 3. Coût du logement et inflation américaine



Les États-Unis maintiennent le cap

Inversion du policy-mix

La stabilité du prix du pétrole en prévision et une légère remontée du chômage en 2024 contribueront à la convergence de l'inflation vers la cible de la Réserve fédérale. Nous anticipons une inflation moyenne sur 2024-2025 légèrement supérieure à 2 %, ce qui lui donnerait des marges de manœuvre pour un assouplissement de la politique monétaire à partir de juin 2024. Sur les deux années à venir la cible pour le taux des fonds fédéraux passerait de 5,5 % à 3,75 % fin 2025. Toutefois, l'activité resterait freinée par la hausse des taux passés en 2024.

Inversement, la politique budgétaire cesserait de soutenir l'activité. Après une dégradation du solde structurel primaire de 3 points de PIB en 2023, la politique budgétaire deviendrait légèrement restrictive en 2024 puis neutre en 2025. Pour 2025, le scénario de politique budgétaire dépendra nécessairement de l'issue des élections du mois de novembre. Une victoire de Trump s'accompagnerait certainement

8. Une partie de l'inflation ne peut être affectée ni à l'offre ni à la demande.

d'une baisse de la fiscalité alors qu'inversement, Joe Biden pourrait envisager une taxation plus importante des ménages les plus aisés. Dans les deux scénarios, l'orientation budgétaire dépendra aussi de l'évolution de la majorité au Congrès. Le début du mandat de Joe Biden avait été marqué par des décisions bien moins ambitieuses que celles annoncées pendant la campagne en raison des réticences, y compris dans le camp des démocrates, de voter certaines dépenses supplémentaires. Sur le volet des dépenses, une victoire de Trump pourrait conduire à une remise en cause de certains programmes sociaux ou environnementaux alors qu'inversement ils pourraient être renforcés en cas de poursuite du mandat de Joe Biden. À ce stade, nous prévoyons une impulsion neutre.

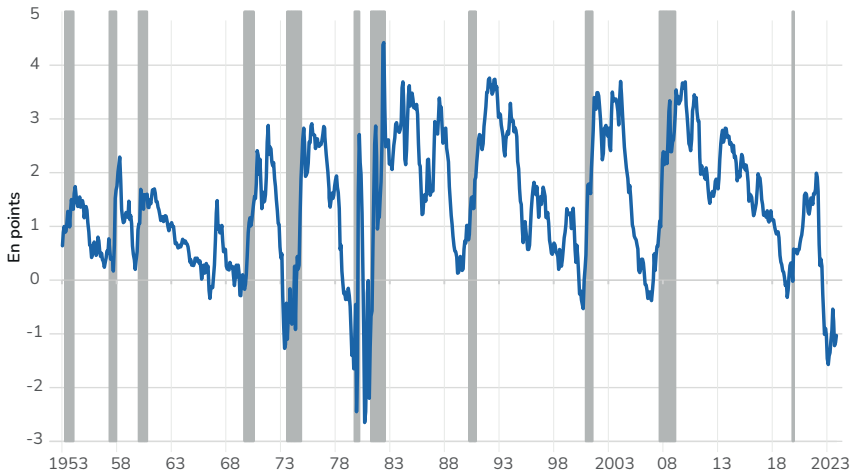
Un ralentissement caché

Pour le début de l'année 2024, les indicateurs conjoncturels de très court terme suggèrent que la croissance resterait encore bien orientée (+0,4 %) au premier trimestre avant de marquer légèrement le pas à partir du deuxième trimestre, ne dépassant pas 0,2 % jusqu'en fin d'année. En raison d'un acquis de croissance favorable, le PIB progresserait de 1,8 % sur l'ensemble de l'année. Contrairement à la zone euro, les États-Unis échappent non seulement à la récession mais aussi à un franc ralentissement de l'activité malgré le resserrement monétaire passé et l'inversion de la courbe des taux, souvent retenue comme indicateur avancé des récessions (graphique 4).

Le ralentissement serait principalement lié à celui de la consommation. Les ménages ne bénéficieraient plus de décalages d'imposition, si bien que le revenu disponible serait un peu moins dynamique : +1,3 % en termes réels (voir graphique 1). Nous supposons par ailleurs que leur taux d'épargne se stabiliserait autour de 4,0 % en 2024. Les dépenses publiques – consommation et investissement – seraient un peu moins dynamiques mais soutiendraient néanmoins la croissance de 0,4 point en 2024 et celle de l'investissement résidentiel cesserait d'être négative.

Ces freins se lèveraient en 2025, conduisant à une croissance trimestrielle moyenne de 0,7 % légèrement supérieure au rythme estimé par le CBO pour le PIB potentiel. De fait, les révisions récentes de la tendance de population active ont induit une hausse de la croissance potentielle, estimée désormais à 2,2 % sur les deux prochaines années. Le ralentissement de 2024 se traduirait par une légère dégradation de l'écart de croissance contribuant à expliquer une remontée du taux de

Graphique 4. Écart de taux et récession aux États-Unis



NBER, Refinitiv Eikon Datastream.

Les zones grisées correspondent aux périodes de récession identifiées par le NBER.

chômage qui atteindrait 4,5 % en fin d'année 2024 puis se stabiliserait à 4,4 % l'année suivante. Ce ralentissement conjoncturel atténuera l'impact de la diminution du solde structurel anticipé pour 2024. Le déficit budgétaire (de l'administration fédérale et des États) passerait de 8,1 % en 2023 à 7,7 % en 2024 .

Du côté du commerce extérieur, les importations resteraient plus dynamiques que les exportations sur les deux années à venir : 0,7 % en moyenne trimestrielle contre 0,6 % pour les exportations. Il en résulterait une contribution à la croissance négative. Ce scénario n'intègre pas la possibilité d'une hausse des droits de douanes qui serait très certainement mise en œuvre en cas d'élection de Donald Trump, puisqu'il propose une augmentation cette fois-ci généralisée de 10 % des tarifs douaniers qui se traduirait probablement par un renchérissement des prix et un effet négatif sur la croissance (voir encadré)⁹.

9. Notons qu'une partie importante des mesures tarifaires introduites par Donald Trump n'ont pas été remises en cause par Joe Biden.

Encadré 1. Quels sont les effets des tarifs douaniers ?

La majorité des modèles économiques suggèrent que l'ouverture commerciale est favorable à la croissance et donc en corollaire que l'imposition de barrières tarifaires se traduit par plus d'inflation et moins d'activité. Notons que l'économiste Dani Rodrik (2011) a une vision plus nuancée. S'il ne remet pas en cause les gains du commerce, il affirme cependant que ceux-ci pourraient décroître à partir d'un certain niveau d'ouverture mais que les effets redistributifs resteraient importants¹⁰. Des travaux empiriques récents apportent également un éclairage sur cette question. Une étude réalisée sur 151 pays sur la période 1963-2014 par Furceri *et al.* (2020) montre qu'une hausse des tarifs douaniers de 10 % réduirait l'activité de 1,1 point au bout de cinq ans. L'effet serait par ailleurs non linéaire et d'autant plus élevé que la hausse des tarifs est importante. De fait, selon Amiti, Redding et Weinstein (2019), la hausse des tarifs mis en place par l'administration Trump en 2018 se traduit par un coût supplémentaire supporté par les ménages américains et les entreprises importatrices, évalué toutes choses égales par ailleurs à 3,2 milliards par mois, soit 0,2 point du RdB annuel de 2018. Il en résulte également une hausse des prix puisque les producteurs américains « protégés » par les mesures ont pu maintenir des prix et des marges plus élevés qu'en leur absence. Enfin, les mesures de rétorsions prises par les pays visés par ces décisions ont pu également perturber les chaînes d'approvisionnement et donc augmenter les coûts de production. Une analyse de York (2023) pour les États-Unis indique une perte à long terme de 166 000 emplois équivalent temps plein, soit 0,1 % de l'emploi total de 2023. Les effets sur le marché du travail des mesures adoptées depuis 2018 seraient donc négatifs mais relativement faibles. Néanmoins, des réallocations sectorielles de l'emploi pourraient être plus significatives sans que des estimations existantes permettent à notre connaissance de les quantifier. La perspective d'une nouvelle guerre commerciale pourrait donc réduire faiblement les perspectives de croissance, surtout qu'à l'impact des barrières tarifaires s'ajoute également le coût macroéconomique de l'incertitude de politique économique qui peut en résulter.

Notons enfin que la mise en place de mesures de protection n'a pas forcément contribué à réduire les importations américaines. On constate certes une baisse du taux d'ouverture mais qui avait commencé avec la crise financière de 2008. En 2017, les importations représentaient 14,9 % du PIB américain, soit déjà 2,5 points de moins qu'en 2008. En 2023, ce taux s'élevait à 14 %. Par contre, on observe clairement une réallocation géographique des échanges américains. Ainsi la part des importations en

10. L'analyse des gains de l'ouverture commerciale montre toujours qu'il y a des gagnants et des perdants, ce qui se traduit donc par des effets redistributifs qui peuvent rester significatifs même si les gains agrégés sont faibles.

provenance de Chine ne représente plus que 14 % du total en 2023 contre 22 % en 2017 (tableau). En contrepartie, les parts de la zone euro, du Mexique, des autres pays d'Asie et du reste du monde ont augmenté. Le solde des échanges de biens et services est de fait resté stable, autour de 2,8 % du PIB avec une réduction du déficit bilatéral vis-à-vis de la Chine compensée par une dégradation quasi équivalente du solde avec le Mexique.

Tableau. Provenance géographique des importations américaines

En %	2012	2017	2019	2023
Zone euro	13	15	16	17
Mexique	12	13	14	15
Canada	14	13	13	14
Chine	19	22	18	14
Asie*	5	6	6	7
Japon	6	6	6	5
Inde	2	2	2	3
Royaume-Uni	2	2	3	2
Reste du monde	26	22	22	24

Census Bureau.

Références

- Amiti M., S. J. Redding et D. E. Weinstein, 2019, « The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n° 4, pp. 187-210.
- Furceri D., S. A. Hannan, J. D. Ostry et A. K. Rose, 2020, « Are tariffs bad for growth? Yes, say five decades of data from 150 countries », *Journal of Policy Modeling*, vol. 42, n° 4, pp. 850-859.
- Rodrik D., 2011, *The globalization paradox: Democracy and the future of the world economy*, New York, W. W. Norton & Company.
- Shapiro A. H., 2022, « How much do supply and demand drive inflation? », *FRBSF Economic Letter*, n° 2022-15, <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2022/06/how-much-do-supply-and-demand-drive-inflation/>.
- York E., 2023, « Tracking the economic impact of U.S. tariffs and retaliatory actions », Tax Foundation, 7 juillet, <https://taxfoundation.org/research/all/federal/tariffs-trump-trade-war/>.

