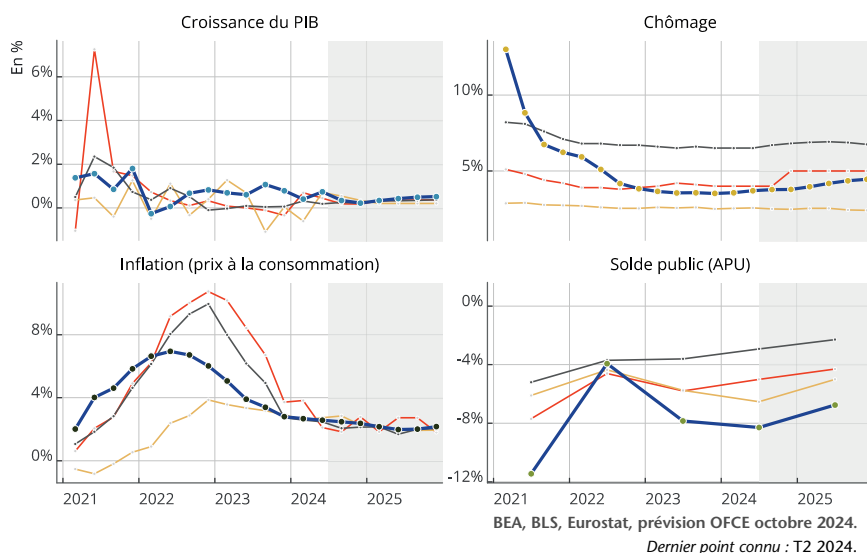


États-Unis : croissance endettée¹

Sur l'ensemble de l'année 2023, la croissance a atteint 2,9 % après 2,5 % 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 ? La dynamique de l'inflation fut en partie liée à celle des prix de l'énergie et aux contraintes d'approvisionnement et ce sont ces mêmes facteurs qui expliquent aussi la baisse. Par ailleurs, la politique budgétaire a contribué à soutenir l'activité en 2023, compensant donc les effets négatifs du resserrement monétaire. En 2025, l'inflation poursuivrait sa convergence vers la cible de la Réserve fédérale, si bien que les taux devraient continuer de baisser. Pour autant, les effets des hausses de taux passées pèseraient encore sur l'activité en 2024. En 2025, l'orientation de la politique budgétaire dépendra du scrutin de novembre. Mais quelle que soit l'issue du scrutin, aucun candidat ne

Graphique 1. USA, principaux indicateurs économiques



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

prévoit de mesures de réduction des déficits. La croissance serait cependant moins forte (1,6 %) sous l'hypothèse d'une impulsion neutre, ce qui aura aussi pour conséquence la poursuite de l'augmentation de la dette publique.

La croissance ne s'essouffle pas

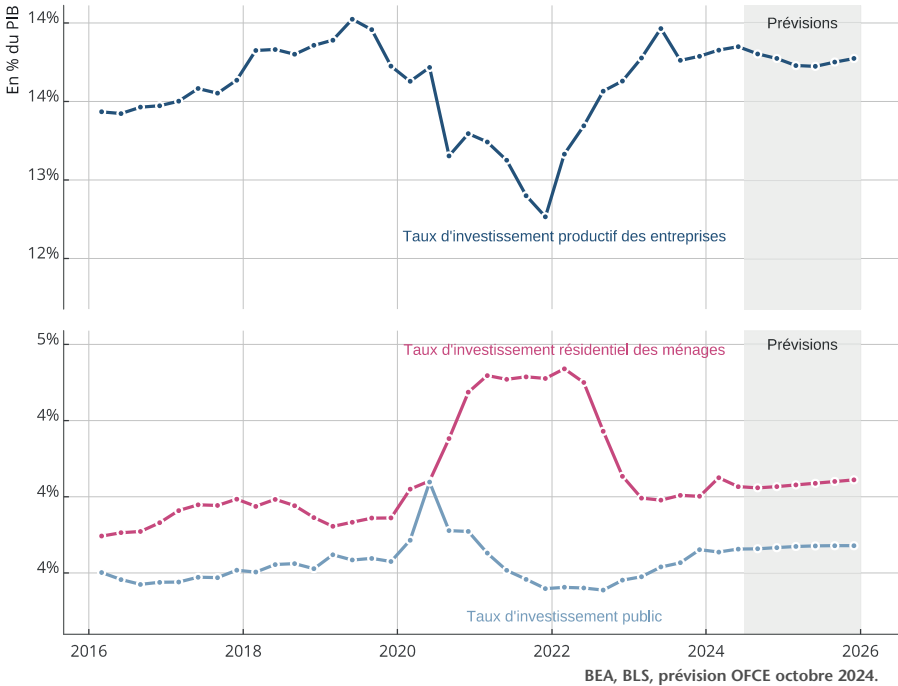
Contrairement aux pays européens, les États-Unis ont été plutôt épargnés par la crise énergétique en 2022, notamment parce qu'ils ont été peu touchés par l'augmentation du prix du gaz². Ainsi, les ménages américains ont maintenu leurs dépenses de consommation grâce à une dynamique des salaires relativement favorable et en continuant à puiser dans l'épargne accumulée en 2020 et 2021.

Soutien par la demande privée et publique

Aux premier et deuxième trimestres, la croissance s'est maintenue sur un rythme similaire à celui observé en 2023. La progression du PIB de respectivement 0,4 et 0,7 % porte l'acquis de croissance pour l'année 2024 à 2,4 %. L'activité est toujours soutenue par la demande intérieure privée et publique. Au premier semestre, le revenu disponible nominale des ménages a nettement augmenté. Malgré les faibles créations d'emploi, la masse salariale progresse en lien avec l'évolution du salaire nominal par tête de 3,3 % au cours du semestre. Dans un contexte de recul de l'inflation, le pouvoir d'achat des ménages s'est amélioré de 2,0 % sur le semestre si bien que malgré une hausse de 0,7 point du taux d'épargne entre fin 2023 et mi-2024, la consommation des ménages a néanmoins augmenté de 1,3 % sur le premier semestre. Le taux d'investissement productif privé se maintient sur un plateau autour de 14 % du PIB en valeur depuis début 2023, retrouvant le niveau atteint avant la pandémie, et contribue également positivement à la croissance pour 0,2 et 0,1 point respectivement lors des deux premiers trimestres (graphique 2). Depuis début 2023, l'investissement non résidentiel privé a progressé de 1,8 % en moyenne par trimestre. Le CHIPS Act voté fin 2022 a permis de stimuler via des subventions et des crédits d'impôts les dépenses de recherche et la construction ou l'extension d'usines pour la fabrication de semi-conducteurs. Côté ménages, le fort rebond de l'investissement dans le logement observé depuis le deuxième trimestre 2023 a marqué un coup d'arrêt au deuxième trimestre avec un recul de 0,7 %.

2. De plus, comme les États-Unis sont également producteurs de pétrole et de gaz, les hausses de prix génèrent des revenus venus de l'extérieur.

Graphique 2. Taux d'investissement



Au-delà des transferts ou des réductions d'impôts qui ont soutenu le revenu des ménages en 2020-2021 et en 2023, la politique budgétaire américaine s'est également traduite par une hausse des dépenses de consommation et d'investissement. Alors qu'elles augmentaient de 0,1 % en moyenne trimestrielle sur la période 2011-2019, elles ont progressé de 0,4 % depuis 2020 avec notamment un rebond de l'investissement public qui passe de 0,1 % en moyenne sur la période pré-Covid à 0,7 % après 2020 contre 0,1 %. Depuis début 2023, l'augmentation des dépenses publiques est notamment marquée pour l'investissement des États et collectivités locales. Au deuxième trimestre 2024, se sont également les dépenses d'investissement militaire qui ont le plus fortement augmenté. Pour autant, le taux d'investissement public – 3,7 % au deuxième trimestre – reste inférieur à son niveau moyen de 4,1 % observé entre 2001 et 2011.

Corollaire de cette forte demande intérieure, la contribution du commerce extérieur à la croissance a été négative : respectivement -0,2 et -0,3 point lors des deux premiers trimestres. Le taux de

pénétration – défini comme le ratio des importations de biens et services sur la demande intérieure hors stocks – a augmenté de 0,3 point en 6 mois et les exportations ont progressé moins vite que la demande mondiale, qui était de surcroît peu dynamique.

Marché du travail : une hausse inattendue du chômage

Malgré le dynamisme de l'activité, le taux de chômage a augmenté de 0,8 point entre juillet 2023 et juillet 2024, ce qui pourrait confirmer le signal envoyé par la pente de la courbe des taux depuis le début du cycle de resserrement de la politique monétaire³. En effet, selon une analyse menée par Claudia Sahm (2019)⁴, une hausse de la moyenne mobile sur trois mois du taux de chômage de plus de 0,5 point par rapport au niveau minimum observé au cours des douze derniers mois coïncide avec le début des phases de récession. Ce seuil a été franchi au mois de juillet 2023. Ces signaux doivent cependant être interprétés avec prudence dans la mesure où il s'agit plus de régularités statistiques que d'une causalité. La hausse récente du taux de chômage ne traduit de fait pas une dégradation de l'activité économique puisque la croissance s'est élevée à 0,8 % en moyenne trimestrielle depuis mi-2023, soit un niveau plus haut que le taux de croissance du potentiel estimé par le CBO (Congressional Budget Office), qui s'élève à 0,5 %. La décomposition de l'activité montre que les créations d'emploi n'ont pas été au rendez-vous et donc que la croissance du PIB est liée à celle de la productivité. Par ailleurs, la population active a augmenté de 0,8 % en glissement annuel entre juillet 2023 et juillet 2024 contre 1,9 % sur les douze mois précédents. Notons enfin que le taux de chômage a baissé ensuite, revenant à 4,1 % de la population active en septembre.

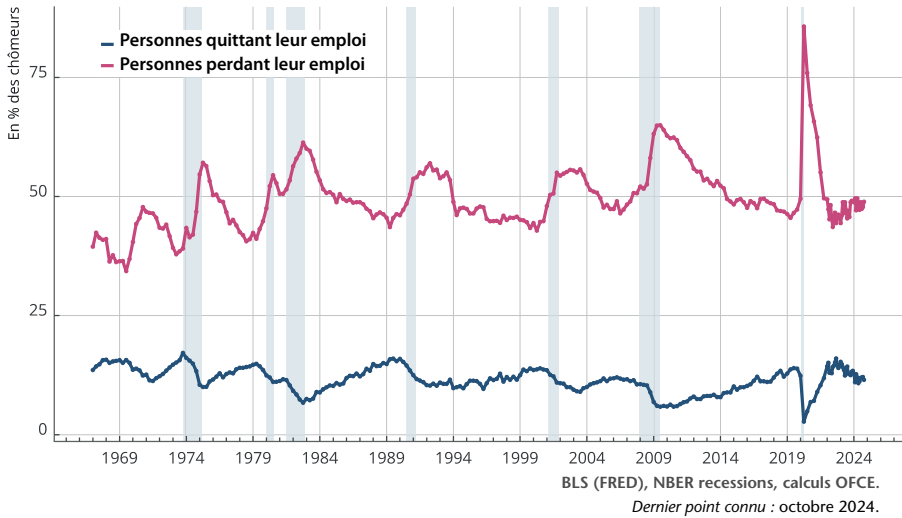
Pour autant, après un pic de tensions sur le marché du travail en fin d'année 2021 et en début d'année 2022, on observe une réduction des offres d'emploi ainsi que des démissions qui sont passées d'un pic à 3,3 % de l'emploi à 2,3 %. De fait, les sorties du marché du travail liées à des licenciements ou des fins de contrat ont effectivement augmenté

3. De nombreux travaux ont en effet montré que l'inversion de la pente de la courbe des taux représentée par l'écart entre le taux public à 10 ans et le taux public à 3 mois (ou à 2 ans) est un indicateur avancé (à 12 mois) de récession aux États-Unis. Pour une analyse plus détaillée, voir Blot C. et É. Heyer, 2019, « L'inversion de la courbe des taux est-elle toujours suivie d'un ralentissement économique », *Revue de l'OFCE*, n° 162, pp. 245-273.

4. Voir Sahm C., 2019, « Direct stimulus payments to individuals? », in : H. Boushey, R. Nunn et J. Shambaugh (eds), *Recession ready: Fiscal policies to stabilize the American economy*, Washington (D.C.), Brookings, pp. 67-92.

tandis que les démissions ont baissé (graphique 3). En juillet 2024, le ratio du nombre de chômeurs sur emplois vacants retrouve le niveau de la fin d'année 2019, moment où l'activité se situait selon le CBO au-dessus du potentiel. L'estimation actuelle est également celle d'un écart de croissance positif. Ces éléments corroborent plutôt l'idée d'une phase haute du cycle. La crainte d'une récession semble donc peu fondée, ce qui n'exclut pas cependant la possibilité d'un ralentissement d'ici la fin de l'année.

Graphique 3. Personnes sortant du marché du travail

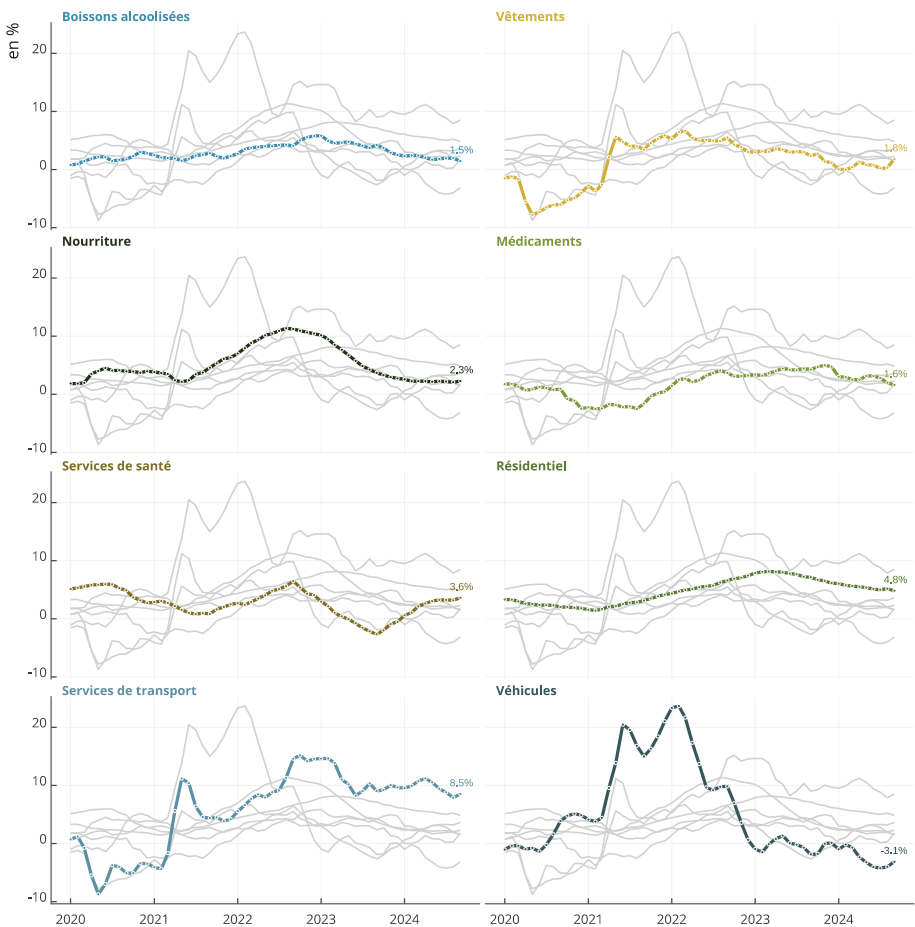


L'inflation : convergence de plus en plus lente

Même si l'augmentation des prix de l'énergie – et en particulier celle du prix du gaz – fut de moindre ampleur aux États-Unis qu'en zone euro, les ménages américains n'ont pas été épargnés par l'inflation. D'une part, la composante énergie de l'indice des prix augmentait quand même de plus de 40 % en glissement annuel mi-2022. D'autre part, l'épisode inflationniste fut également marqué par la forte demande de biens en 2021 dans un contexte de contraintes d'approvisionnement mondial, ce qui s'est notamment traduit par une augmentation record du prix des automobiles neuves et d'occasion, 23 % en glissement annuel en janvier 2022 (graphique 4). Ces tensions se sont largement atténuées, ce qui a ramené l'inflation sous la barre des 3 % depuis novembre 2023 pour le PCE (déflateur de la consommation) ou juin 2024 pour l'IPC (indice des prix à la consommation). La

contribution des prix de l'énergie est désormais négative (-0,2 point au troisième trimestre 2024), si bien que l'inflation est surtout d'origine domestique, notamment alimentée par le prix des services. Ainsi, l'indice de coût du logement qui pèse pour plus de 36 % de l'indice augmente encore de 4,8 % en septembre 2024 et celui des services de santé et de transport de respectivement 3,6 et 6,5 %. La baisse globale du sous-jacent se poursuit néanmoins mais à un rythme plus lent. Alors que l'inflation sous-jacente avait baissé de 2,5 points en septembre 2022 et septembre 2023, la baisse a été inférieure à un point sur les douze mois suivants.

Graphique 4. Inflation aux États-Unis



BLS, calculs OFCE.

Dernier point connu : septembre 2024.

La convergence de l'inflation se poursuivra néanmoins avec une inflation mesurée par le PCE qui se stabiliserait autour de 2,1 % en 2025 sous l'hypothèse d'une stabilisation du prix du pétrole autour de 80 \$ le baril et malgré une légère hausse du prix du gaz, qui représente une part modérée du mix énergétique américain. La modération de la croissance contribuera également à la baisse de l'inflation sous-jacente en 2025, ce qui conduira la Réserve fédérale à baisser les taux d'intérêt qui devraient atteindre 4 % en fin d'année 2025. Ce scénario pourrait toutefois être remis en cause par une hausse brutale des droits de douane qui pourrait être imposée en cas de victoire de Donald Trump à la présidentielle de novembre 2024.

Atterrissage en douceur

Force est de constater que malgré le resserrement monétaire, les craintes d'un retournement brutal de la croissance américaine ne se sont pas confirmées. Une première explication à cette situation pourrait simplement être les délais longs de transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Alors que le modèle de la Réserve fédérale (modèle FRB-US) indique un creux de l'activité quatre à cinq trimestres après le choc de politique monétaire, les analyses récentes de Romer et Romer (2023) suggèrent des délais qui pourraient être bien plus longs avec un effet maximum atteint après 24 mois, soit au cours de la troisième année après le choc⁵. Dans ces conditions, le pic du ralentissement devrait se matérialiser au cours du deuxième semestre 2024. Il faut néanmoins noter que ce délai estimé par Romer et Romer (2023) correspond au pic de l'effet négatif et que l'impact de la politique monétaire commence à être significatif à partir d'un an et demi. Le resserrement monétaire amorcé au premier trimestre 2022 aurait donc pesé sur la croissance américaine dès le deuxième semestre 2023. Pour autant, aucun signe de ralentissement n'a été observé depuis mi-2023. De fait, la situation contrefactuelle (« en l'absence de resserrement monétaire ») ne peut pas être observée. Notre hypothèse d'une absence apparente de réaction de l'activité américaine ne reflète pas des effets à venir mais plutôt le soutien à l'économie par la politique budgétaire⁶.

5. Voir Romer C. D. et D. H. Romer, 2023, « Presidential address: Does monetary policy matter? The narrative approach after 35 years » *American Economic Review*, vol. 113, n° 6, pp. 1395-1423.

Dette sans contrôle

En 2023, les ménages américains avaient pu bénéficier d'une baisse des impôts sur le revenu en début d'année, ce qui s'était traduit par une contribution positive de 2,1 points à la croissance du revenu disponible nominal⁷. Par ailleurs, les dépenses publiques de consommation et d'investissement ont augmenté de 3,9 % en volume, ce qui s'expliquait notamment par une forte augmentation des investissements réalisés par les États et les collectivités locales. Ces différents éléments ont contribué à creuser le déficit budgétaire de près de 4 points à près de 8 % du PIB. Pour 2024, l'orientation de la politique budgétaire resterait expansionniste selon les estimations réalisées par le CBO⁸. Les dépenses publiques progresseront encore de 2,8 % en volume, tirées à nouveau par l'investissement public. En % du PIB, le taux d'investissement atteindrait 3,7 % en fin d'année, soit une hausse de 0,3 point depuis la fin de l'année 2022. Il en résulterait une dégradation supplémentaire du solde structurel primaire, mesurant la composante discrétionnaire du solde public. La politique budgétaire américaine serait donc procyclique (graphique 5) puisque selon le CBO, l'écart de croissance pour l'année 2024 atteindrait 2,2 %, le niveau le plus élevé depuis 1973.

En tenant compte des éléments budgétaires déjà actés par la Congrès, nous prévoyons une orientation plus neutre de la politique budgétaire en 2025. Ce scénario dépendra nécessairement de l'issue des élections du mois de novembre. Un chiffrage par PWBМ (Penn Wharton Budget Model) des mesures proposées par les deux candidats permet également de renseigner le calendrier des mesures⁹. Quel que soit le vainqueur de cette élection, les deux candidats prévoient de

6. L'effet de la politique monétaire dépend de l'écart entre le taux court fixé par la banque centrale et un taux dit « neutre ». Ce taux, inobservé, pourrait avoir augmenté sur la période récente. Ce n'est cependant pas l'hypothèse que nous retenons en nous appuyant notamment sur une estimation faite à partir du modèle de Holston, Laubach et Williams (2017) et qui indique un taux inférieur à 1 % pour les États-Unis et en baisse sur la période récente. Voir Holston K., T. Laubach et J. C. William, 2017, « Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants », *Journal of International Economics*, vol. 108, pp. 59-75.

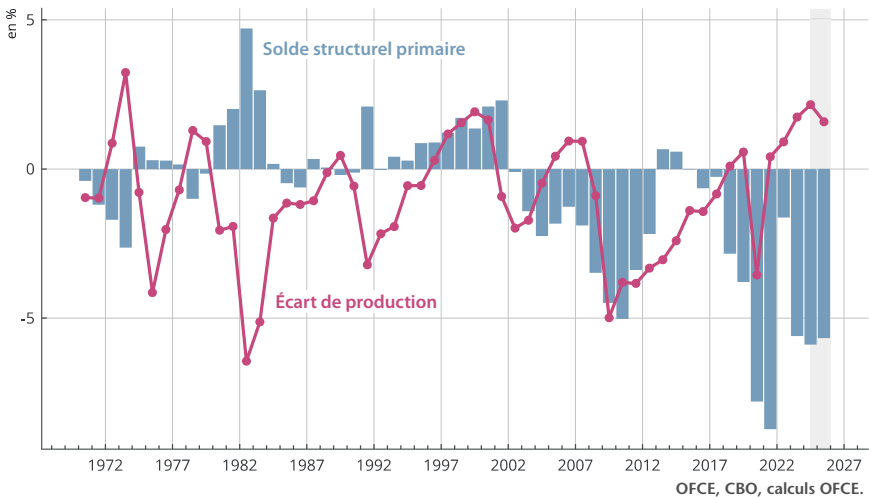
7. Baisse en raison de moindres plus-values réalisées par les ménages et de délais de paiement octroyés dans les zones touchées par des catastrophes naturelles.

8. Le CBO calcule l'impact budgétaire des changements liés aux mesures législatives, ce qui nous permet d'estimer l'impulsion budgétaire ex-ante. Pour 2024, cette impulsion s'élèverait à 0,6 point de PIB.

9. Voir *Budget Model de Wharton*. Le CRFB (Committee for a Responsible Federal Budget) propose également un chiffrage globalement plus exhaustif mais sans évaluation de l'impact économique et redistributif.

nouvelles baisses d'impôts qui ne seraient pas financées par une réduction des dépenses publiques. Néanmoins, les mesures proposées par Kamala Harris se traduiraient par un creusement du déficit à partir de 2026 tandis que la politique budgétaire serait plus expansionniste dès 2025 en cas de victoire de Donald Trump (encadré 1). Notre scénario s'appuie donc implicitement sur la victoire de la candidate démocrate. Il faut cependant noter que dans les deux cas, les choix budgétaires devront également tenir compte de la composition du Congrès. Une courte majorité des démocrates en cas de victoire de Harris, voire un Congrès aux mains des républicains ou inversement si Donald Trump obtient un deuxième mandat, obligera le ou la Présidente à négocier les mesures annoncées pendant la campagne. Il reste qu'aucun candidat ne fait de la réduction du déficit budgétaire ou de la dette publique un objectif de campagne. Les chiffres des programmes indiquent un surcroît de dette – par rapport au scénario de long terme établi par le CBO – de 4,4 points de PIB d'ici 2034 en cas de victoire de Kamala Harris et de 9,3 points si c'est Donald Trump qui l'emporte. Dans tous les cas, la trajectoire de dette qui a déjà plus que doublé par rapport au niveau de 55 % observé au début des années 2000 devrait rester ascendante.

Graphique 5. Solde structurel primaire et cycle économique



Encadré 1. Scénario budgétaire alternatif en cas de victoire de Donald Trump

Bien que les programmes des deux candidats devraient se traduire par une dégradation de la situation des finances publiques, les mesures envisagées par Donald Trump sont d'un montant plus important et pourraient avoir un effet dès 2025. Selon le chiffrage de PWBM, le programme économique de Donald Trump s'accompagnerait d'une dégradation du solde primaire ex ante de 5 833 milliards sur 10 ans, soit 2 % par an en moyenne. Dès 2025, les crédits d'impôts et baisses d'impôts sur les sociétés envisagés réduiraient le solde public de 185 milliards, soit 0,6 point de PIB. Les mesures prévues par Kamala Harris n'auraient un effet budgétaire significatif qu'à partir de 2026. Il faut cependant noter que le chiffrage réalisé par PWBM est moins exhaustif que celui proposé par le CRFB mais il présente l'avantage d'être plus précis sur le calendrier des mesures et donne aussi des indications sur leurs effets redistributifs. Le programme de Kamala Harris serait favorable à 95 % des ménages. Les 5 % les plus riches verraient leurs revenus après impôt baisser à partir de 2026 (avec une baisse de 0,9 % pour les ménages au dernier centile de revenu). Dans le scénario Trump, le gain serait plus important en haut de la distribution des revenus : +2,8 % pour les 20 % les plus riches et 1,4 % pour les 20 % les moins aisés.

La croissance du PIB en 2025 devrait donc dépendre de l'issue du scrutin. Notre scénario central correspond à une impulsion neutre, ce qui revient à supposer la victoire de Kamala Harris. Une victoire de Donald Trump se traduirait par une impulsion positive de 0,6 point de PIB. En supposant un multiplicateur de 0,5 point, la croissance augmenterait toutes choses égales par ailleurs de 0,3 point. Mais cet effet devrait être rogné par la relance des droits de douane. D'une part, un nouvel épisode de guerre commerciale pourrait accroître l'incertitude sur la politique économique américaine. Les travaux de Baker, Bloom et Davis (2016) sur un panel de pays indiquent un effet négatif sur le PIB de l'incertitude de politique économique¹⁰. Dans leur scénario, le PIB baisse d'un point après une hausse de l'indicateur global de 135 %. En 2018, la guerre commerciale déclenchée par lors Donald Trump lors de son premier mandat avait vu l'indicateur augmenter de 8 % par rapport à 2017. Sous l'hypothèse d'une hausse similaire, le PIB serait réduit de 0,06 point. D'autre part, la hausse des droits de douane se traduirait aussi par une inflation plus élevée. Donald Trump prévoit une hausse globale de 10 % des tarifs douaniers appliqués à l'ensemble des pays, avec une hausse qui serait même plus élevée pour les produits chinois. Hale *et al.* (2019) estimaient l'effet des premières sanctions commerciales sur l'inflation à 0,1 point¹¹. Il en résulterait une baisse du revenu disponible réel et donc de

10. Voir Baker S. R., N. Bloom et S. J. Davis, 2016, « Measuring economic policy uncertainty », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n° 4, pp. 1593-1636.

11. Hale G., B. Hobbijn, F. Nechio et D. Wilson, 2019, « Inflationary effects of trade disputes with China », *FRBSF Economic Letter*, n° 2019-07.

la consommation qui pourrait être légèrement inférieure à 0,1 point sous l'hypothèse de taux d'épargne constant. Une estimation du Tax Foundation est une perte de PIB de 0,2 point à long terme¹². Sous ces différentes hypothèses, la victoire de Donald Trump pourrait accroître le PIB de 0,1 à 0,2 point en 2025.

Dans tous les cas, 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. On peut imaginer qu'une majorité courte au Congrès force les candidats à revoir leurs ambitions. Le camp perdant pourrait même notamment jouer la carte de la prudence budgétaire et mettre en avant la nécessité de réduire les déficits.

Croissance sous contrôle

Les premiers indicateurs disponibles pour les mois de juillet et août indiquent que la consommation des ménages resterait le moteur de la croissance au troisième trimestre¹³. Inversement, les dépenses de construction baissent pour le troisième mois consécutif et les permis de construire sont en repli depuis février 2024. La croissance commencerait cependant à marquer le pas au deuxième semestre 2024, notamment parce que la contribution du commerce extérieur à la croissance resterait négative mais aussi parce que nous faisons l'hypothèse que l'investissement privé ralentirait après la forte croissance observée en 2023. En effet, paradoxalement, alors que le resserrement monétaire et le durcissement des conditions de financement auraient dû se traduire plus rapidement par un retournement de l'investissement, celui-ci ne s'est pas matérialisé du fait de la politique budgétaire qui a permis de stimuler l'investissement constructif privé. Ces effets s'estomperaient à partir du deuxième semestre 2024 et en 2025, ce qui se traduira par un ralentissement de l'investissement productif privé dont la croissance passerait de 6 % en 2023 à 3,5 % en 2024 puis 1,6 % en 2025. Inversement, l'investissement résidentiel des ménages repartirait progressivement¹⁴. La contribution du commerce extérieur serait encore négative (-0,1 point) sur les deux prochains trimestres 2024. La

12. Voir [Tax Foundation](#).

13. Elle progresse de 0,4 % sur le mois de juillet et de 0,1 % en août.

14. En raison d'un effet d'acquis lié au rebond de plus de 3 % observé au premier trimestre 2024, la croissance annuelle dépasserait 4 % en 2024.

croissance serait un peu moins forte qu'en début d'année : respectivement 0,3 et 0,2 %, mais en raison d'un effet d'acquis favorable, la croissance annuelle atteindrait 2,5 %.

En 2025, moins stimulée par la politique budgétaire, la demande intérieure progresserait à un rythme plus modéré, conduisant à la baisse de la croissance. Le revenu disponible réel ne progresserait plus que de 1,8 % (contre 3,3 % en 2024 et 5,3 % en 2025), à la fois en raison d'une politique fiscale moins avantageuse et parce que salaires et emplois seront moins dynamiques. Le taux d'épargne augmenterait également légèrement sur quatre trimestres, si bien qu'en rythme annuel la consommation des ménages augmenterait de 1,6 %. Côté investissement des entreprises, la dynamique serait similaire avec un léger tassement sur quatre trimestres (second semestre 2024 et premier semestre 2025) que ne permettrait pas de compenser le rebond de l'investissement des ménages. Les dépenses publiques – consommation et investissement – progresseraient au rythme de 0,5 % par trimestre.

La croissance annuelle atteindrait 1,6 %, soit un rythme inférieur à celui estimé par le CBO pour le PIB potentiel (légèrement supérieur à 2 %). Il en résultera une remontée du taux de chômage qui atteindrait 4,5 % mi-2025 et se stabiliserait à ce niveau ensuite. Ce scénario pourrait être révisé en cas de victoire de Donald Trump le 5 novembre. L'extension des crédits d'impôts aux ménages et la baisse de l'impôt sur les sociétés se traduiraient par une impulsion de 0,6 point supplémentaire. Sous l'hypothèse d'un multiplicateur de 0,5 point, l'effet sur la croissance serait de 0,3 point. Cette estimation ne tient cependant pas compte des effets plus négatifs d'une hausse des tarifs douaniers qui non seulement accroîtrait l'inflation et donc réduirait le pouvoir d'achat des ménages, mais se traduirait également par une plus grande incertitude de politique économique, ce qui aurait un effet négatif sur l'activité.