2. Tour du monde de la situation conjoncturelle

Les États-Unis vers la récession ?

Le rebond de la croissance américaine de l'année 2021 (+5,9 %) s'est soudainement interrompu au premier semestre de l'année 2022 puisque le PIB a reculé au cours des deux trimestres : de 0,4 puis de 0,1 %. Techniquement, les États-Unis seraient donc entrés en récession[1]. Pour autant, la situation sur le marché du travail n'a pas subi de dégradations et la demande intérieure est restée bien orientée. Cette contre-performance est-elle un accident qui ne remettra pas en cause les perspectives de croissance ou augure-t-elle d'une récession durable conjuguée à une forte inflation ? Parmi les pays industrialisés, c'est outre-Atlantique que la question de l'inflation s'est d'abord posée. La forte reprise stimulée par les mesures budgétaires prises sous les administrations Trump et Biden a-t-elle conduit l'économie américaine sur la voie de la surchauffe ? Après avoir buté sur des contraintes d'offre en début d'année 2022, l'année 2023 serait marquée par un ralentissement de la demande. La persistance de l'inflation pèserait sur le revenu des ménages et la volonté affichée de la Réserve fédérale de réduire l'inflation freinera également la demande dans un contexte où la politique budgétaire ne serait plus un soutien à l'activité. Après la récession « technique », les États-Unis seront-ils vraiment en récession caractérisée par une baisse de la demande intérieure et une dégradation du marché du travail ?

1. Lorsque le PIB recule sur deux trimestres consécutifs, on considère qu'il y a une récession « technique ». Néanmoins, une analyse plus fine et plus globale de la conjoncture suggère plutôt qu'une récession correspond à « un déclin significatif de l'activité économique dans les différentes branches d'une durée supérieure à quelques mois. Cette baisse significative devrait normalement être présente dans le PIB, l'emploi, la production industrielle, les ventes, des secteurs manufacturier et du commerce ». Cette définition proposée par Burns et Mitchell (1946) est celle qui guide la datation du cycle menée par le NBER aux États-Unis et par le récent comité de datation des cycles économiques en France (voir Aviat, Bec, Diebolt, Doz, Ferrand, Ferrara, ... et Pionnier, 2021, *Les cycles économiques de la France : une datation de référence*, EconomiX-UMR7235, Université Paris Nanterre).

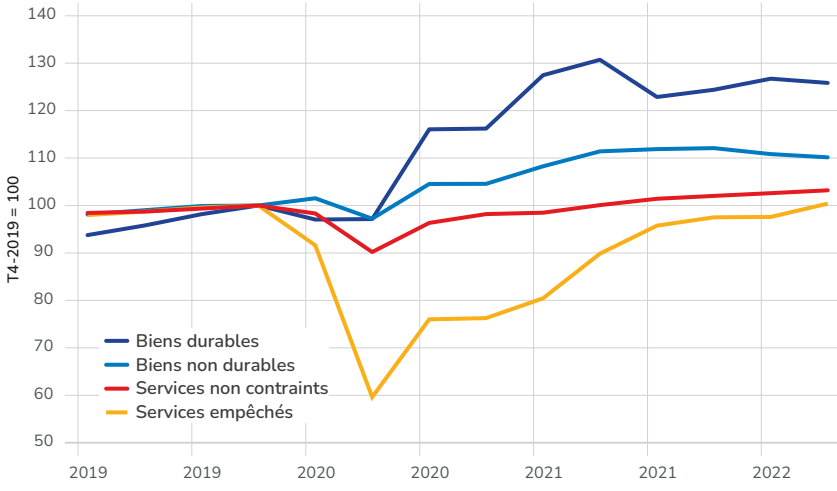
L'étrange récession

Stimulée par le dynamisme de la consommation qui a augmenté de 8,3 % en 2021, le niveau du PIB se situait 3,5 % au-dessus de celui observé en fin d'année 2019. Alors que la consommation de services « empêchés » peinait à rattraper le niveau pré-Covid, la consommation de biens durables était 30 % au-dessus au deuxième trimestre 2021 (graphique 1). La situation sanitaire a en effet détourné les ménages de la consommation de certains services nécessitant des interactions physiques qui ont reporté en partie leur consommation sur des achats de biens durables comme les voitures ou les équipements du foyer d'autant plus que ces dépenses furent soutenues par les chèques envoyés aux ménages en 2020 et 2021[2].

Sur le marché du travail, le taux de chômage poursuivait une baisse rapide amorcée depuis mai 2021. Il s'élevait à 3,9 % de la population active en décembre. Cette reprise alimentait le débat sur un risque de surchauffe de l'économie américaine en raison de l'intensification des contraintes d'approvisionnement tout au long de l'année et des tensions sur le marché du travail, illustrées par le mouvement Grande démission[3]. En novembre 2021, selon le *Bureau of Labor Statistics*, le taux de démission dans le secteur privé s'élevait à 3,4 %, soit le niveau le plus élevé depuis 2001. Cette situation a eu pour corollaire une hausse de l'inflation qui est passée de 1,4 % en début d'année à 5,8 % en décembre 2021. Cette augmentation des prix n'était pas uniquement liée à celle de l'énergie puisque l'inflation sous-jacente atteignait 4,9 %. Par ailleurs, le boom de la consommation des ménages s'est traduit par une forte augmentation des importations. Sur l'ensemble de l'année 2021, elles ont progressé de 14,1 %, contre 6,1 % pour les exportations si bien que le commerce extérieur a contribué négativement à la croissance : -1,7 point contre une contribution positive de 7,1 points de la demande intérieure (dont 5,7 points pour celle de la consommation des ménages).

2. En 2020, chaque individu, dont le revenu était inférieur à 75 000 dollars, a en effet touché 1 200 dollars auxquels pouvaient s'ajouter 500 dollars par enfant à charge. En 2021, ce chèque s'est élevé à 2 000 dollars et autant par enfant à charge.
3. Sur l'indicateur de contraintes d'approvisionnement, voir M. Dauvin, 2022, « Évaluation du choc d'approvisionnement », *Revue de l'OFCE*, n° 177, p. 101-115.

Graphique 1. **La consommation américaine en biens et services en volume**



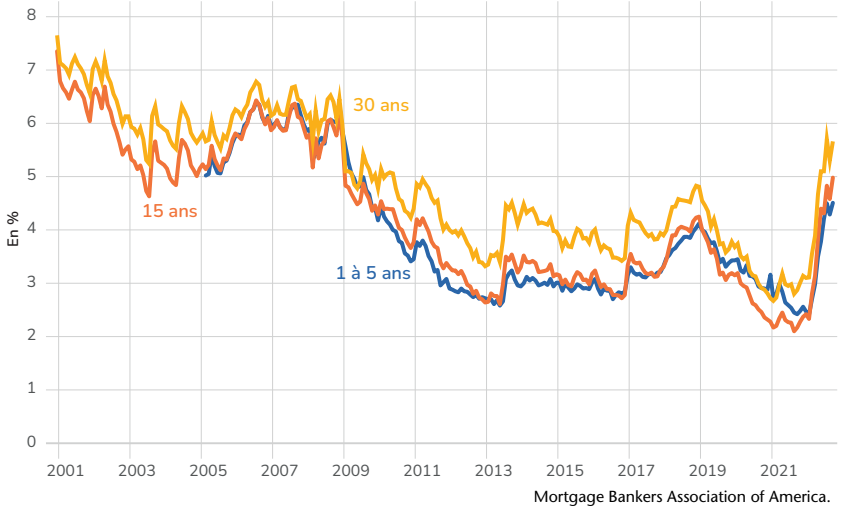
Les services dits « empêchés » correspondent aux services de transports, aux services de loisirs et à l'hôtellerie-restauration.
BEA (tableau NIPA 156).

De fait, c'est par le commerce extérieur qu'est venu le recul du PIB du premier trimestre 2022. Les importations ont augmenté de 4,3 % tandis que les exportations diminuaient. Même si les principales composantes de la demande intérieure ont progressé sur des rythmes proches de ceux de la fin d'année 2021, cela n'a pas été suffisant et le PIB a donc reculé de 0,4 %. Au deuxième trimestre, la contribution du commerce extérieur est certes redevenue positive (+0,3 point) mais ce sont les stocks qui ont cette fois-ci contribué au recul du PIB. Néanmoins, la demande intérieure hors stocks a été moins porteuse, à la fois parce que la consommation des ménages a légèrement marqué le pas mais surtout parce que l'investissement a baissé : il a été tiré vers le bas par l'investissement résidentiel (-4,8 % au deuxième trimestre) et public (-1,4 % au deuxième trimestre), en baisse depuis trois trimestres. La consommation de biens a baissé probablement parce qu'elle a en partie buté sur les contraintes d'offre mais aussi parce que les ménages avaient déjà dépensé une partie de la manne reçue pendant la crise sanitaire[4]. Quant aux dépenses d'investissement résidentiel, elles ont pu être freinées par la remontée des taux. En effet,

4. Les achats de voitures et les contraintes d'approvisionnement – notamment de semi-conducteurs – auxquelles ce secteur a fait face ont fait bondir les prix. Ainsi, janvier 2022, le déflateur de prix à la consommation des voitures neuves augmentait de plus de 12,5 % et celui des voitures d'occasion de 60 %.

entre août 2021 et septembre 2022, les taux sur les crédits hypothécaires ont augmenté entre 2 et 3 points, retrouvant des niveaux qui n'avaient pas été observés depuis 2009 (graphique 2).

Graphique 2. **Taux des crédits immobiliers aux États-Unis**



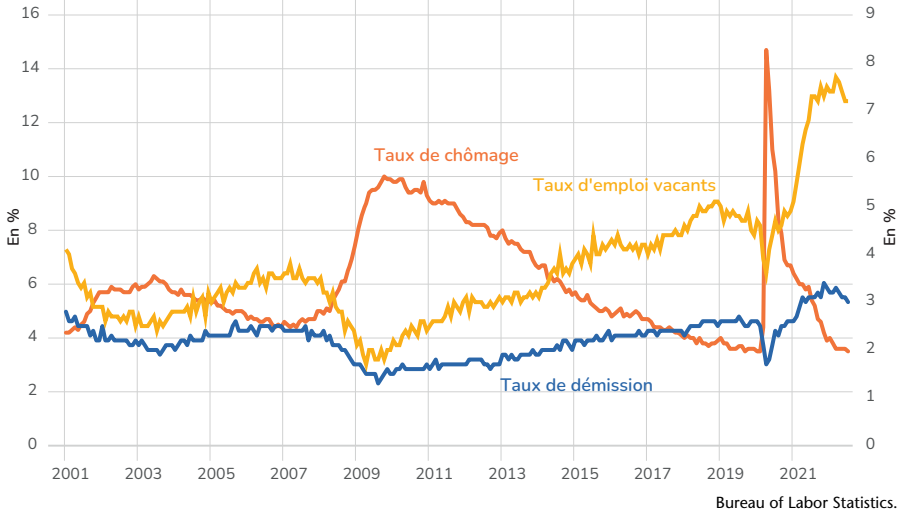
Mortgage Bankers Association of America.

Malgré la baisse du PIB l'emploi a continué à progresser (+1,7 % au premier trimestre et +0,3 % au deuxième) et le chômage à baisser retrouvant le point bas de 3,6 % observé en fin d'année 2019. L'analyse des chiffres mensuels nuance un peu l'image d'une baisse du PIB qui serait sans incidence sur le marché du travail puisque le taux de chômage a stagné entre mars et juin et a augmenté de 0,2 point au mois d'août. Le marché du travail reste caractérisé par une situation contrastée où les tensions demeurent élevées comme en témoignent les taux de démission ou d'emplois vacants (graphique 3). Notons cependant que le taux d'emploi se situe un point en-dessous du niveau de fin 2019, reflétant la baisse du taux d'activité de 0,9 point, avec une baisse particulièrement marquée chez les 55 ans et plus dont le taux d'activité a baissé de 1,7 point depuis le début de la crise de la Covid tandis que celui des 35-44 ans a diminué de 0,4 point[5].

5. Notons cependant que du point de vue de la population active, les retraits les plus importants sont observés dans la tranche des 25 à 34 ans puisqu'elle compte 645 000 personnes en moins sur le marché du travail, ce qui représente une baisse de 0,4 point du taux d'activité de cette tranche d'âge.

La conséquence de ces évolutions de l'emploi total et de l'activité depuis fin 2019 est que la productivité par tête a fortement augmenté : 1,1 % par trimestre en moyenne entre le deuxième trimestre 2020 et le quatrième trimestre 2021 contre une hausse de 0,4 % en moyenne trimestrielle sur la période 2017-2019[6]. La situation s'est renversée au premier semestre 2022 puisque la baisse du PIB ne s'est pas traduite par une baisse de l'emploi mais par celle record de la productivité par tête[7]. Ce faisant, le cycle de productivité pourrait s'être refermé si bien que les entreprises pourraient être amenées à ajuster plus rapidement l'emploi si le ralentissement du premier semestre venait à se poursuivre. Malgré la baisse du PIB, l'économie américaine ne serait pas – ou tout du moins pas encore – en récession. Outre la résistance de l'emploi, la production industrielle et les ventes de détail n'ont pas fléchi au cours du premier semestre. Pour autant les signes d'un ralentissement se confirment. Les enquêtes de confiance auprès des ménages ou des entreprises se sont nettement retournées depuis les points hauts de l'été 2021.

Graphique 3. **Indicateurs de tensions sur le marché du travail américain**



Bureau of Labor Statistics.

6. Les écarts sont moindres si l'on raisonne sur la productivité horaire qui a augmenté de 0,4 % en moyenne trimestrielle entre 2017 et 2019 et 0,6 % de mi-2020 à fin 2021.

7. Voir *https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/record-us-productivity-slump-first-half-2022-risks-higher.*

Stagflation ou …

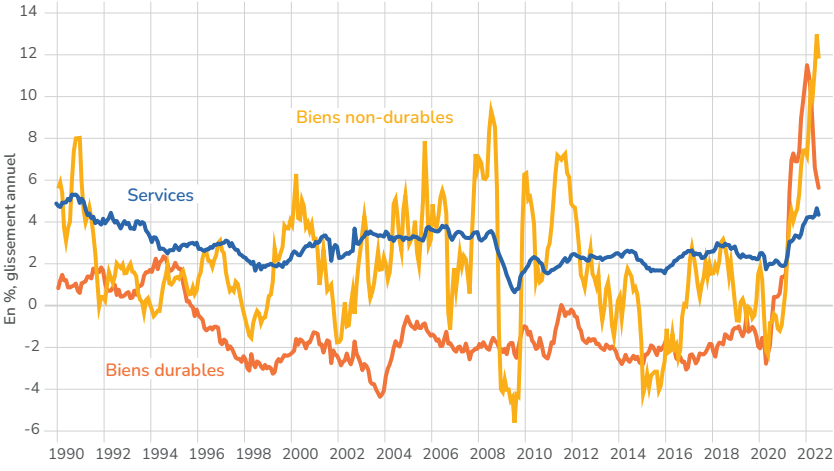
Dans ces conditions, les contre-performances du premier semestre pourraient surtout être les conséquences d'une surchauffe de l'économie qui pousse les prix à la hausse et se traduit par une dégradation du commerce extérieur. Le taux de pénétration des importations sur la demande intérieure hors stocks a gagné près de 4 points en deux ans. Dans le même temps, le dollar s'est apprécié en termes réels reflétant un épisode inflationniste qui a débuté plus tôt aux États-Unis et surtout une accélération des coûts salariaux puisque selon l'indicateur du FMI, le taux de change réel déflaté par les coûts salariaux unitaires a augmenté plus fortement que celui déflaté par les prix à la consommation[8].

Au cours du premier semestre, l'inflation a poursuivi sur sa tendance haussière pour atteindre 6,4 % en moyenne[9]. Si l'énergie y contribue positivement, le sous-jacent témoigne de tensions inflationnistes qui se sont largement diffusées. Au premier trimestre 2022, le sous-jacent augmentait de 5,2 % même si on peut noter quelques signes de ralentissement au deuxième trimestre mais à un niveau toujours élevé (4,8 %). Les tensions les plus fortes se manifestent pour le prix des biens. Mais dans les services, les prix augmentaient cependant de 4,7 % en juin (graphique 4), tirés notamment par les prix des services liés au logement et aux services de transports.

Enfin côté salaires, les ingrédients sont réunis – tensions sur le marché du travail et choc d'inflation – pour pousser les rémunérations à la hausse. Ces éléments sont d'ailleurs confirmés par les enquêtes sur les coûts horaires du travail ainsi que par la progression du salaire horaire par tête. En tenant compte de la structure du marché du travail, la hausse en glissement annuel serait de 5,2 % au deuxième trimestre 2022 contre 2,5 % fin 2020 et 3 % fin 2019, période caractérisée par un taux de chômage équivalent. Selon les indicateurs de salaire et de prix retenus, l'évolution du salaire réel indique soit une stabilité soit une baisse du pouvoir d'achat des salariés. Il est par ailleurs probable que ces hausses soient hétérogènes selon les secteurs d'activité et au sein même des secteurs si bien que de nombreux salariés se trouvent très certainement exposés au choc sur l'énergie.

8. Entre fin 2020 et juillet 2022, l'appréciation réelle est 13,6 % avec un indicateur basé sur les prix à la consommation et de 20 % avec l'indicateur calculé sur les coûts salariaux unitaires.
9. Mesurée par l'indice des prix à la consommation, elle dépasse même 8 % en moyenne sur le semestre avec un pic à 9 % en juin.

Graphique 4. **Principales composantes du déflateur de la consommation aux États-Unis**



Bureau of Economic Analysis.

… Récession ?

Même si le prix de l'énergie a moins augmenté outre-Atlantique qu'en Europe en raison de l'écart entre les prix du gaz sur les marchés américain et européen, il n'en demeure pas moins que le choc énergie se répercute également sur le budget des ménages américains[10]. Leur facture énergétique – mesurée par la consommation en valeur d'essence et autres produits énergétiques – a augmenté de près de 180 milliards de dollars entre 2019 et le deuxième trimestre 2022[11]. Avec le maintien des prix de l'énergie à un niveau élevé, la facture énergétique continuera à grever le budget des ménages en 2022 et 2023, ce qui devrait se traduire par un ajustement de la consommation d'autres biens et services. Alors qu'elle avait augmenté de 8,3 % en 2021, la consommation totale des ménages progresserait seulement de 2,6 % en 2022 et de 1,2 % en 2023 avec un ralentissement trimestriel prononcé au deuxième semestre 2022 et au premier trimestre 2023. Cette dynamique refléterait l'évolution du revenu disponible brut réel qui diminuerait de 5,3 % en 2022. Pour 2022, la baisse s'explique non seulement par l'inflation mais aussi par l'arrêt des transferts dont avaient bénéficié les ménages en 2020 et 2021, se traduisant par la stabilité du

10. La hausse est de 134 % entre la moyenne annuelle de 2019 et celle du premier semestre 2022 sur le marché américain contre +584 % sur la même période pour le prix du TTF.
11. Mesurée en volume, cette consommation a baissé de 30 milliards. La hausse résulte donc bien d'une augmentation des prix.

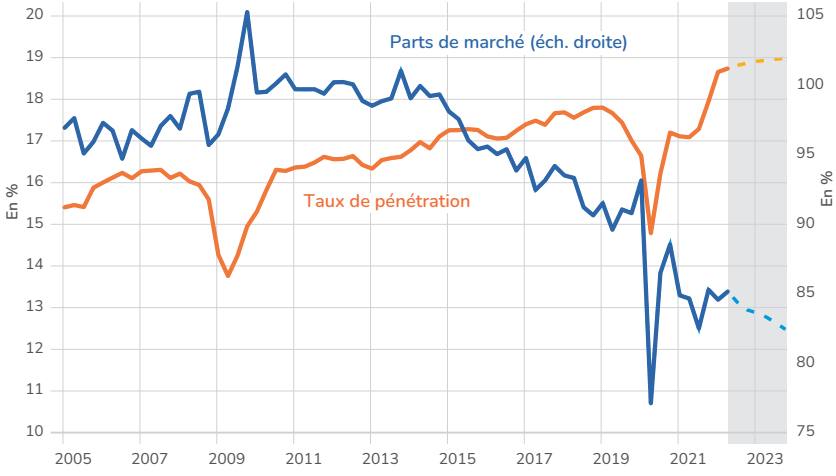
revenu disponible nominal. En 2023, le revenu disponible serait plus dynamique. Il serait surtout soutenu par les salaires puisque l'emploi total baisserait très légèrement. En termes réels, le revenu disponible ne progresserait que de 0,4 % et les ménages puiseraient une partie de la sur-épargne cumulée en 2020 et 2021 pour consommer. Celle-ci a déjà diminué au premier semestre mais s'élevait encore à 13,7 % (soit 2 220 milliards de dollars) du revenu disponible de 2019 au deuxième trimestre 2022. En 2019, le taux d'épargne était de 7,7 %. Il est monté à 16,4 % en 2020 et repasserait sous le niveau de 2019 en 2022 et 2023 : 4,8 % et 3,5 %. Enfin, après avoir fortement chuté au deuxième trimestre 2022, l'investissement résidentiel continuerait de baisser jusqu'en fin d'année avant de se redresser légèrement en 2023.

Ce choc énergie pour les ménages pourrait cependant être au moins partiellement compensé par des effets positifs dans la mesure où les États-Unis sont producteurs à la fois de pétrole et de gaz. La hausse des prix pourrait notamment stimuler l'investissement et améliorer la balance commerciale. Selon le modèle FRB/US de la Réserve fédérale, un choc sur le prix du pétrole de 30 dollars, ce qui correspond à l'écart entre le prix du pétrole en 2021 et notre hypothèse pour 2022, se traduirait par une perte de PIB de 0,1 point la première année. Si nous considérons également qu'à ce choc s'ajoute celui sur le prix du gaz, nous évaluons la perte d'activité liée au choc énergie à 0,2 point en 2022 et 0,1 point en 2023. Notons qu'au deuxième trimestre 2022, l'investissement – en volume – dans l'exploration minière et les puits de pétrole a presque doublé entre le troisième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2022, passant de 57 à 100 milliards de dollars, mais il se situe néanmoins 20 % en-dessous du niveau de l'année 2019.

Par ailleurs, le commerce extérieur continuerait à peser sur la croissance mais de façon moins prononcée qu'en 2021 et au premier semestre 2022. La contribution serait toujours négative mais seulement de -0,1 point sur les six prochains trimestres contre une moyenne de -0,3 point lors des six trimestres précédents. Le taux de pénétration serait effectivement beaucoup moins dynamique du fait du ralentissement de la demande interne (graphique 5). Les exportations seraient également freinées en fin d'année 2022 en lien avec la demande mondiale et dans une moindre mesure du fait de l'appréciation du dollar qui se traduirait par une perte de parts de marché et une stabilité du ratio des exportations sur PIB. Il en résulterait une très faible croissance au deuxième semestre 2022 et au premier trimestre 2023 : 0,1 % en rythme trimestriel si bien que pour l'ensemble de l'année

2022, le PIB américain augmenterait de 1,6 % après avoir crû de 5,9 % en 2021. Les États-Unis échapperaient donc à la récession même si l'emploi n'est pas épargné par ce ralentissement. Il en résulterait une augmentation du taux de chômage à partir de la fin de l'année 2022.

Graphique 5. **Taux de pénétration et parts de marché à l'exportation aux États-Unis**



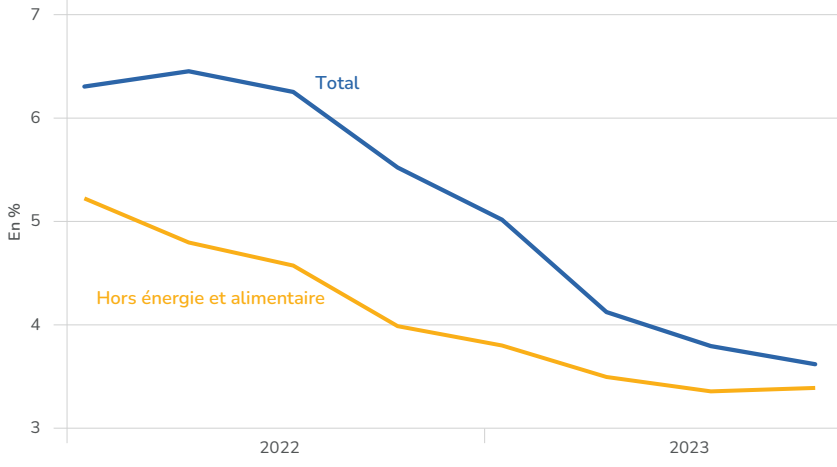
Bureau of Economic Analysis, Calculs et prévisions OFCE octobre 2022.

Politiques économiques : du soutien au frein à l'activité

Alors qu'en 2020 et 2021, les politiques budgétaire et monétaire étaient expansionnistes, l'année 2022 marque un changement de cap global de la politique économique. Du côté monétaire, la Réserve fédérale a amorcé un cycle de hausse de taux motivé par la volonté de ramener l'inflation vers 2 %. Après une première hausse d'un quart de point en mars, la banque centrale a décidé d'accélérer le rythme en procédant à trois hausses successives de trois quarts de point lors des réunions de juin, juillet et septembre. Nous anticipons que ce mouvement se poursuivra jusqu'à ce que les taux se stabilisent à 4,5 %. Pour autant, l'inflation – mesurée par le déflateur de la consommation – ne sera toujours pas revenue à 2 %. Pour 2023, l'inflation annuelle serait légèrement supérieure à 4 % même si la baisse se poursuit tout au long de l'année et atteint 3,6 % en fin d'année. Ce choc de taux, ajusté des anticipations d'inflation des ménages, se traduirait par une croissance amputée de 0,4 point en 2022 et 0,8 en 2023. L'effet pourrait cependant être plus négatif si la Réserve fédérale tente à tout prix de ramener l'inflation à 2 %. Sous l'hypothèse de stabilité des prix de l'énergie, la

composante énergie de l'inflation atténuera mécaniquement les tensions qui convergera vers le sous-jacent. Dit autrement, l'inflation sous-jacente contribuera peu à la baisse de l'inflation en 2023 et s'établirait à 3,4 % en fin d'année (graphique 6). La cible d'inflation de 2 % en moyenne suggère que la Réserve fédérale pourrait tolérer une inflation supérieure à cette cible, notamment si les anticipations d'inflation restent proches de la cible. Parallèlement, la hausse du chômage qui augmenterait de 0,9 point en moyenne annuelle entre 2022 et 2023 pourrait aussi porter l'attention de la banque centrale à la deuxième branche du double mandat de la banque centrale. L'orientation de la politique monétaire fin 2023 dépendra sans aucun doute des anticipations d'inflation pour 2024. Si la baisse de l'inflation se poursuit, le resserrement ne sera pas amplifié.

Graphique 6. **Inflation aux États-Unis**



Bureau of Economic Analysis, Calculs et prévisions OFCE octobre 2022.

En 2022, la politique budgétaire américaine est essentiellement marquée par la fin des dispositifs qui ont été mis en place en 2020 et prolongés en 2021 après l'adoption de l'*American Rescue Plan* de mars 2021. Le vote du premier budget Biden en fin d'année 2021 (*Build back better*) modifie assez peu l'impulsion budgétaire négative pour 2022 puisque le plan a été bien moins ambitieux, tant sur le plan des dépenses que des recettes, que ce qui avait été annoncé dans le projet initial en raison du blocage d'un député démocrate. Pour autant, un nouveau plan a été adopté par le Congrès : l'*Inflation Reduction Act*. Bien que son intitulé suggère qu'il s'agit de mesures pour lutter contre

l'inflation, le plan ne prévoit pas d'aides aux ménages sous forme de chèque énergie ou de mesures de blocage des prix. Il constitue surtout la continuité du *Build Back Better* et vise plutôt à favoriser la transition énergétique puisqu'il intègre des réductions d'impôts aux ménages qui font l'acquisition d'équipements permettant de réduire la consommation d'énergie. Le coût estimé de ces aides serait de 369 Mds de dollars, soit 1,5 point de PIB, mais ces mesures sont prévues sur plusieurs années. Globalement l'impulsion budgétaire serait très négative 2022 reflétant le non-renouvellement des aides d'urgence prises pendant la crise sanitaire. En 2023 et en tenant compte de l'*Inflation Reduction Act*, l'impulsion serait de – 3,1 points de PIB, ce qui permettrait de poursuivre la réduction des déficits et de la dette publique. Malgré le ralentissement, la progression du déflateur du PIB de 7,1 % en 2022 et 4,5 % en 2023 contribuera également à cette baisse de la dette fédérale qui passerait de 133 % du PIB en 2020 à 115 % en 2023.