

Etats-Unis : une récession qui ne dit pas son nom

⊙ La récession n'est peut-être pas visible dans les chiffres de croissance du PIB mais le signal de l'indicateur composite avancé du *Conference Board* ne laisse guère de doute. Cependant, l'économie, si elle est en récession, ne donne pas non plus de signes de s'y enfoncer (sur la base des informations disponibles à ce jour).

⊙ Il aura suffi de changer d'année pour que le débat sur le risque d'une récession laisse la place à la question de sa date et de son ampleur¹. L'approfondissement de la récession immobilière et de la crise financière et la montée inexorable du prix des matières premières sont passés par là. La résistance aux chocs de l'économie américaine est durement éprouvée. Et si elle dispose encore de quelques atouts, elle donne aussi de nombreux signes de faiblesse.

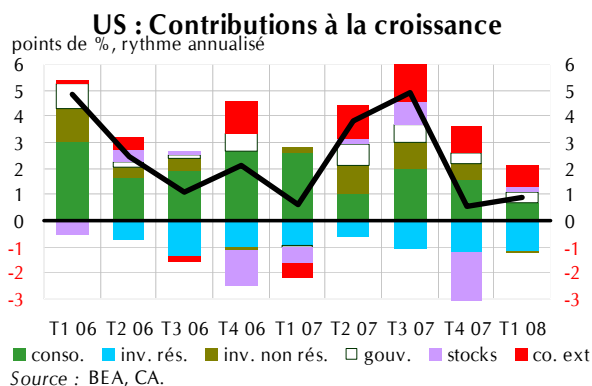
⊙ Sa plus grande chance est la réactivité du *policy mix*. La Fed a procédé à une détente agressive de sa politique monétaire (avec une baisse cumulée des *Fed funds* de 325 pnb entre septembre 2007 et mars 2008, les portant de 5,25 % à 2 %). Une relance budgétaire de l'ordre de 150 milliards de dollars est en route. Cela pourrait permettre d'éviter la récession au sens technique du terme (deux trimestres consécutifs de croissance négative) mais pas la croissance molle, le prix à payer, selon nous, pour purger dans la longueur les excès d'endettement passés. Un assainissement des finances des ménages et des bilans bancaires est en cours. Ce sera long et, tout le temps que cela durera, la croissance s'en trouvera freinée.

Récession, es-tu là ?

Non, d'après les chiffres de croissance du PIB

Comme attendu, la croissance au premier trimestre a été revue à la hausse, de +0,6 à +0,9 % (en rythme annualisé). Elle a été soutenue par la contribution positive du commerce extérieur (+0,8 point de pourcentage) et des variations de stocks (+0,2 point). En revanche, la demande intérieure hors stocks a amputé la croissance du PIB de 0,1 point. **La croissance est certes du bon signe, mais elle reste plus que modeste** : ce n'est pas de l'expansion, c'est de la stagnation (cf. *graphique*). Calculée à la mode européenne (c'est-à-dire en rythme trimestriel), la croissance américaine n'est que de 0,2 % sur le trimestre, après seulement 0,1 % au quatrième trimestre 2007. En zone euro, la croissance s'est, elle, affichée à, respectivement, 0,4 et 0,8 %.

¹ En octobre dernier, date de notre précédent bilan complet, l'ensemble des indicateurs composites avancés, coïncidents et retardés du *Conference Board* ne pointaient pas de manière unanime vers la récession mais vers une période de croissance lente (ECO News n°75, 22 octobre 2007).

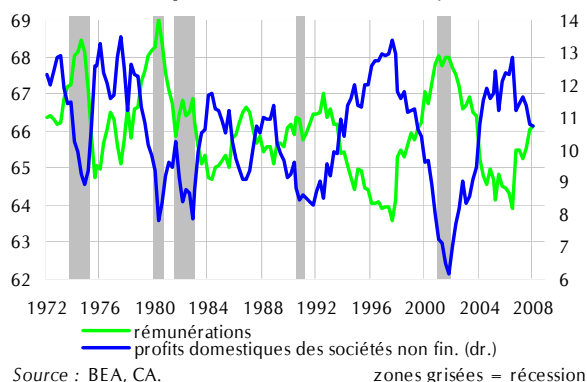


De plus, les comptes nationaux font l'objet de révisions régulières qui conduisent à une certaine réécriture de l'histoire problématique au moment des retournements de cycle. Par exemple, l'estimation avancée de la croissance au premier trimestre 2001 était ressortie à +2 %. L'estimation préliminaire l'a ramenée à 1,3 % et l'estimation finale à 1,2 %. Mais les comptes nationaux actuels affichent -0,5 %. Il est tout à fait possible que le taux de croissance positif du premier trimestre 2008 subisse le même sort. Le processus de révision a été également chaotique pour les données du deuxième trimestre 2001 : d'abord positif (+0,7 %), le chiffre de croissance a été revu à -1,6 % un an plus tard, ramené à -0,6 % un an après, pour être finalement de +1,2 % ! Initialement faiblement négative (-0,4 %), la croissance au troisième trimestre 2001 l'est finalement de manière plus conséquente (-1,4 %). Dans les comptes nationaux actuellement disponibles, il n'y a donc pas deux trimestres consécutifs de baisse du PIB en 2001, la définition technique de la récession. Et pourtant l'économie américaine a été déclarée officiellement en récession de mars à novembre. **Cela montre toute l'importance de ne pas s'arrêter aux seuls chiffres du PIB pour juger de la réalité de la récession aujourd'hui.** D'autres indicateurs permettent d'affiner le diagnostic.

Un petit oui, d'après le partage de la valeur ajoutée

La déformation du partage de la valeur ajoutée se poursuit progressivement (cf. *graphique*). En l'état, cet indicateur synthétique du positionnement de l'économie dans son cycle ne fait que pointer vers la fin du cycle : la récession ne serait pas encore là. Les profits sont, certes, sous pression mais pas encore suffisamment pour entraîner des coupes drastiques et cumulatives dans les dépenses d'emploi et d'investissement. C'est ce que l'on observe d'ailleurs dans les chiffres : la baisse de l'emploi et de l'investissement reste à ce jour modeste. Mais le fait même qu'il y ait baisse nous amène à considérer l'économie en récession.

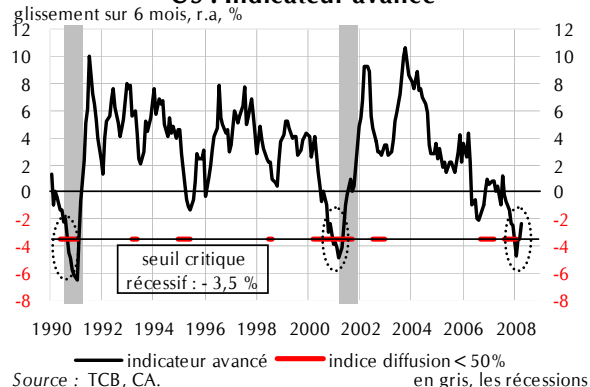
US : répartition de la valeur ajoutée



Oui, d'après l'indicateur avancé

Pour envoyer un signal de récession, la baisse de l'indicateur composite avancé de la *Conference Board* doit être suffisamment importante en ampleur, dans le temps et dans l'espace². Ce qui est le cas (cf. graphique). Le signal n'est certes pas très fort mais il est valide.

US : Indicateur avancé



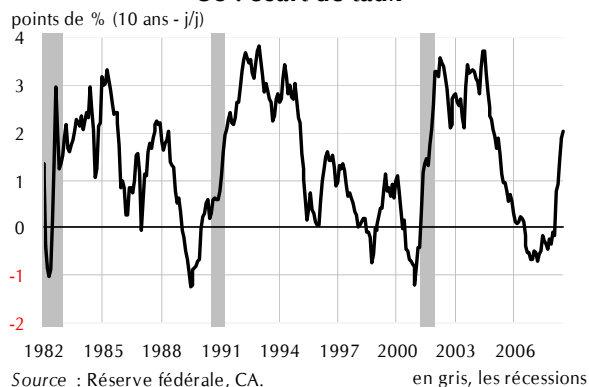
La forte correction des permis de construire et aussi la chute de la confiance des ménages sont parmi les composantes³ qui tirent avec force cet indicateur vers le bas. Et on sait l'importance des anticipations dans les retournements de cycle. Les autres composantes, à l'exception de l'écart de taux et de M2, sont orientées négativement mais plus ou moins franchement. **L'évolution de l'écart de taux est intéressante.** L'aplatissement de la courbe, puis son inversion, ont contribué négativement à l'indicateur avancé de juillet 2006 à janvier 2008. Or, historiquement, l'inversion de la courbe est un très bon indicateur avancé des récessions américaines (cf. graphique). Si, dans les premiers mois de l'inversion récente, on a pu en relativiser la portée, la lecture a changé à partir de la mi-2007 et l'éclatement de la crise financière. Le signal apparaît plus clairement récessif. En effet, une restriction de l'offre de crédit est en cours. L'ensemble des

² Règle dite des 3D (*duration, depth and diffusion*) : mesurée en variation annualisée sur 6 mois, la baisse de l'indicateur avancé doit être au minimum de 3,5 % et être diffusée à plus de la moitié de ses composantes (indice de diffusion sur 6 mois inférieur à 50 %).

³ Elles sont au nombre de 10 : durée hebdomadaire du travail dans le secteur manufacturier, inscriptions hebdomadaires au chômage, nouvelles commandes de biens de consommation et intermédiaires, délais de livraison, nouvelles commandes de biens d'équipement, permis de construire, S&P 500, M2, écart de taux, confiance des consommateurs.

conditions monétaires et financières est défavorable à la croissance⁴. L'heure est au pessimisme et non plus à l'optimisme. *A contrario*, la brutale repentification de la courbe, à la faveur de la baisse agressive des taux courts, prépare, théoriquement, le terrain à la reprise.

US : écart de taux



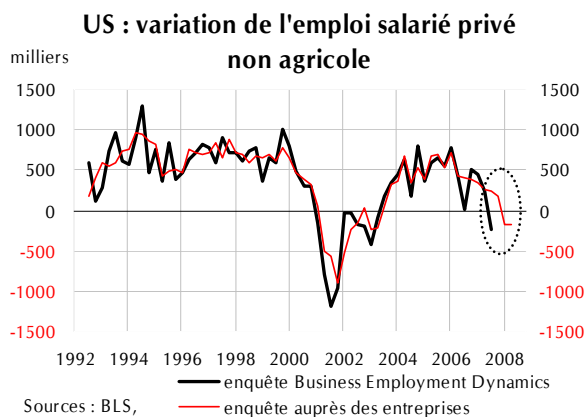
Oui, d'après l'indicateur coïncident

Les indicateurs coïncidents (emploi, production, ventes, revenu) donnent une information sur la dynamique conjoncturelle présente. C'est leur évolution, combinée à celle du PIB, qui permet au NBER de déterminer les dates des pics et creux d'activité. Ce processus de datation prend un certain temps : il faut accumuler des preuves irréfutables, c'est-à-dire plusieurs mois de baisse des quatre indicateurs coïncidents⁵. **Aujourd'hui, ces preuves commencent à affluer. L'indicateur coïncident affiche une baisse de 0,9 % en rythme annualisé sur le premier trimestre et l'acquis pour le deuxième trimestre est de -0,4 %.** La variation sur un an de chaque indicateur est compatible avec une économie aux premiers stades de la récession à en juger les épisodes précédents.

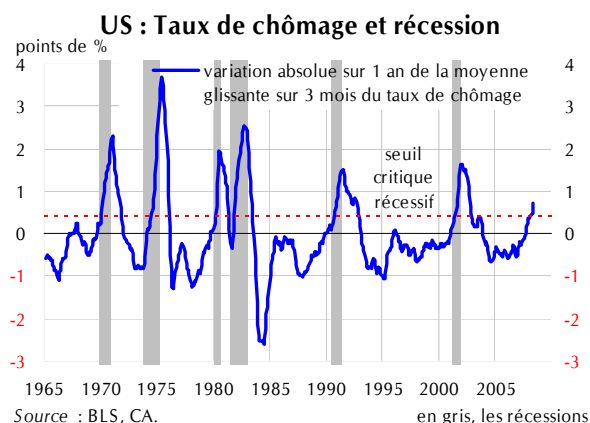
Certes, les preuves ne sont pas irréfutables. L'économie américaine donne l'impression de ne faire que flirter avec la récession. **De nombreux indicateurs sont passés dans le rouge mais ne s'y enfoncent pas. Le climat des affaires dans le secteur manufacturier est un bon exemple. Le marché du travail, un autre.** Du côté de l'emploi, on en est à cinq mois consécutifs de destructions nettes d'emplois salariés non agricoles mais celles-ci ne vont pas en s'amplifiant mois après mois. Entre janvier et mai 2008, 324 000 emplois ont été détruits, soit environ 65 000 par mois, à comparer à environ 150 000 habituellement en début de récession. Et aucun de ces cinq mois n'a affiché des destructions à trois chiffres. Cependant, la dernière enquête *Business Employment Dynamics* (qui donne une information sur les créations et les destructions brutes d'emplois) raconte une histoire un peu différente pour le troisième trimestre 2007, dernier point disponible. Il semblerait que l'économie américaine ait détruit des emplois dès ce troisième trimestre (cf. graphique).

⁴ Sauf la baisse du dollar.

⁵ Par exemple, la date officielle du précédent pic d'activité (mars 2001) a été annoncée en novembre 2001 et la date du creux (novembre 2001) n'a été officialisée qu'en juillet 2003.



Du côté du taux de chômage, sa remontée à 5 % en décembre dernier a déclenché des signaux d'alarme. En effet, une fois lissé avec une moyenne glissante sur trois mois, sa hausse sur un an a alors atteint 0,3 point de pourcentage. Et, depuis, cet indicateur a continué de monter. Or, par le passé, jamais le taux de chômage n'a autant progressé sans que l'économie ne soit en récession (*cf. graphique*).

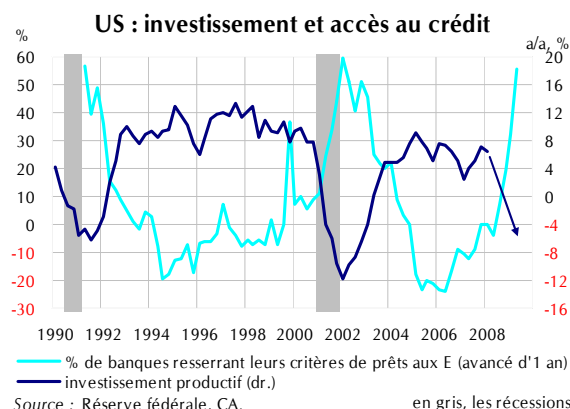


Croissance molle en perspective

Si la récession économique n'est pas avérée, l'économie américaine n'en est pas moins quasiment à l'arrêt depuis la fin 2007. Et d'ici la fin de cette année, le profil de croissance s'annonce heurté. Dans notre scénario, la croissance sera tirée vers le haut dès la fin du deuxième trimestre par les premiers effets du *stimulus* budgétaire sur l'activité. L'impact sera maximum au troisième trimestre, mais le *stimulus* étant par définition temporaire, une fois ses effets dissipés, la croissance subira un rude contre-coup au quatrième trimestre. **La croissance reste en effet fondamentalement fragile, tirée vers le bas par la prolongation de la récession immobilière et l'érosion combinée du pouvoir d'achat des ménages et de leur richesse, le tout dans un contexte d'accès au crédit rendu plus difficile.**

Les entreprises ne sont pas beaucoup mieux loties. Leurs profits sont sous pression. Certes, elles bénéficient du soutien de la demande étrangère, mais pour combien de temps encore. Et surtout, elles font également face à des perspectives de demande intérieure très mitigées et à un resserrement significatif des conditions d'accès au crédit (*cf. graphique*). Elles n'ont pas d'excès à purger ni

de finances à assainir : le mieux qu'elles puissent faire, c'est de rester prudentes dans leurs dépenses.

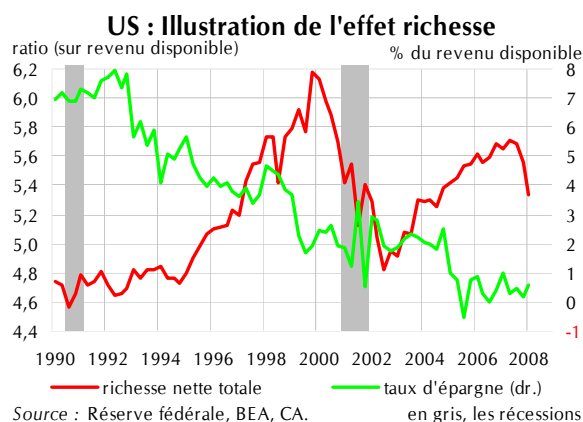


Prévisions comparées de croissance et d'inflation*

		Croissance du PIB (a/a, %)	Inflation totale (a/a, %)	Inflation sous-jacente (a/a, %)	Taux de chômage (en T4, %)
2007		2,5	3,4	2,1	4,8
2008	Fed	0,3-1,2	3,1-3,4	2,2-2,4	5,5-5,7
	C.A.	1,2	3,2	2,3	5,6
2009	Fed	2,0-2,8	1,9-2,3	1,9-2,1	5,2-5,7
	C.A.	1,7	1,8	1,7	5,9
2010	Fed	2,6-3,1	1,8-2,0	1,7-1,9	4,9-5,5

* prévisions de mai pour la Fed et de juin pour CASA.

2009 s'annonce d'après nous comme une année de croissance molle, le prix à payer pour purger, dans la longueur, les excès d'endettement passés. Les institutions financières sont embarquées dans un processus d'assainissement de leurs bilans, qui, malgré les augmentations de capital, pèsera sur leur volonté et leur capacité à prêter. Tout le temps que durera ce *deleveraging*, la croissance s'en trouvera freinée. Du côté des ménages, toutes les conditions semblent en place pour un redressement de leur taux d'épargne : un revenu moins dynamique, une richesse nette en baisse (*cf. graphique*) et une offre de crédit plus regardante et sans doute moins généreuse.



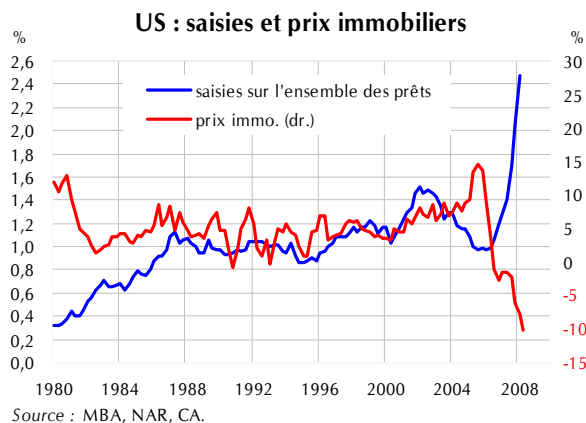
Il ne faut pas oublier que les délais de transmission des chocs financiers (baisse des prix d'actifs et *credit squeeze*) à l'activité réelle sont longs. **Ni la récession immobilière ni la crise financière ne sont terminées.** Et elles sont étroitement liées. On n'en a pas encore vu

tous les effets sur la sphère réelle, ni les effets en retour dans les bilans bancaires du retournement de l'activité. Et il faut y ajouter les effets du choc pétrolier. La fin de la crise financière ne peut s'envisager sérieusement qu'une fois le marché immobilier stabilisé. Or, cette stabilisation est pour partie conditionnée à l'offre de prêts des banques, qui sera d'autant plus restreinte qu'elles essuient des pertes induites du retournement immobilier lui-même et de l'activité en général.

La baisse accélérée des prix immobiliers est au cœur du problème. Elle alimente les effets richesse négatifs (qui pèsent sur la consommation et la croissance). Elle alimente la hausse des taux de défauts et des saisies en mettant de plus en plus de ménages en situation de *negative equity*⁵ (cf. graphique). La hausse des défauts vient gonfler les pertes des banques. Le défaut de paiement n'est pas suivi automatiquement d'une saisie. Mais, lorsque c'est le cas, le logement vient gonfler l'offre déjà en excès. Et quand ce n'est pas le cas, la situation financière de l'emprunteur et donc du consommateur est tout de même fragilisée. Avec le retournement de la croissance, les cercles d'insolvabilité s'élargissent. La montée des défauts n'est plus réservée au *subprime* : elle est visible sur tous les segments du marché du crédit. Les banques réagissent en durcissant les conditions d'accès au crédit, ce qui pèse sur la demande de logements et la demande en général. Le déséquilibre offre/demande sur le marché immobilier persiste ainsi que les pressions baissières sur les prix. La boucle est bouclée.

Pour rompre ce cercle vicieux, il faut que la spirale des défauts et des saisies s'interrompe et que la demande donne des signes pérennes de stabilisation. C'est le pré-requis à une baisse des ratios stocks/ventes, elle-même condition nécessaire à une atténuation des pressions baissières sur l'activité et les prix. Dans notre scénario, le creux du marché immobilier serait atteint en milieu d'année prochaine.

⁵ Montant de l'emprunt supérieur à la valeur du bien.



L'activisme de Washington en ce sens va finir par payer. Il n'empêche pas la purge de la bulle de crédit. Mais il évite qu'elle se fasse dans la brutalité et la douleur. Les projets *Hope Now*, *Project Lifeline*, *FHASecure* visent spécifiquement le marché immobilier (en facilitant la renégociation des prêts dans des termes plus favorables pour éviter le défaut). Les nouvelles facilités de financement mises en place par la Fed et la mobilisation des agences gouvernementales (Fannie Mae, Freddie Mac, *Federal Home Loan Banks*) ciblent la liquidité de marché et l'offre de crédit. Les baisses de taux et d'impôts ciblent l'économie américaine dans son ensemble. Chacune de ces mesures voit ses effets renforcés par les autres.

Les Etats-Unis ne sont pas encore sortis d'affaires. Le meilleur signal annonçant le bout du tunnel sera, selon nous, le moment où la Fed remontera ses taux... Un geste qui ne devrait se matérialiser qu'en milieu d'année prochaine malgré l'actuelle résurgence de la rhétorique sur le risque inflationniste. La Fed reste tout aussi vigilante à l'égard des risques baissiers sur la croissance. En attendant, la sphère réelle devrait continuer de nous envoyer des messages d'une récession qui ne dit pas forcément son nom ! ■

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

75710 PARIS Cedex 15 — Fax : +33 (0)1 43 23 58 60

Directeur de la Publication : Jean-Paul Betbèze

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques

Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.