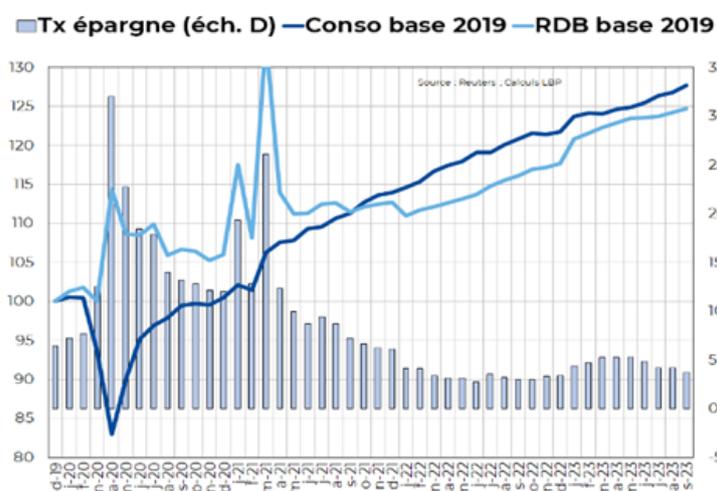


11/01/2024

Etats-Unis Quelle croissance en 2024 ?



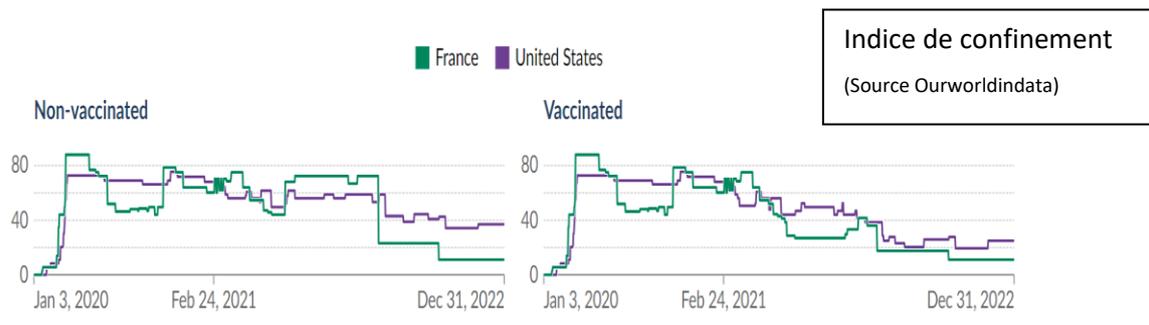
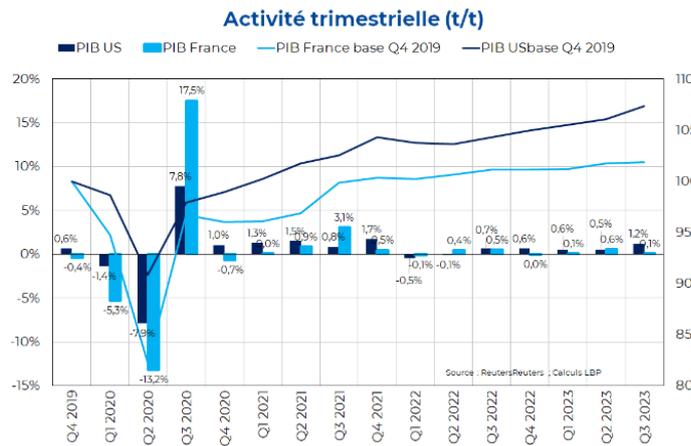
- **Alors que la croissance américaine a atteint un niveau très élevé au 3^{ème} trimestre 2023, la question de la dynamique d'activité pour les trimestres à venir se pose. La réponse dépend des sous-jacents de ce dynamisme que nous analysons ici.**
- **Les Etats-Unis sont sortis de la crise avec une économie dynamique en raison de forts transferts publics et d'une baisse du taux d'épargne ayant permis le maintien de la consommation et la progression de l'emploi.**
- **Pour 2024, la dynamique démographique, le ralentissement des salaires, le moindre soutien public, le ralentissement de l'investissement limiteront les effets de la progression du pouvoir d'achat consécutive à la baisse de l'inflation, mais la consommation devrait toujours bénéficier d'une épargne à un niveau bas.**
- **Cette trajectoire ne sera pas exempte de risques comme ceux d'une restriction budgétaire violente ou d'élections clivantes.**

Philippe Aurain

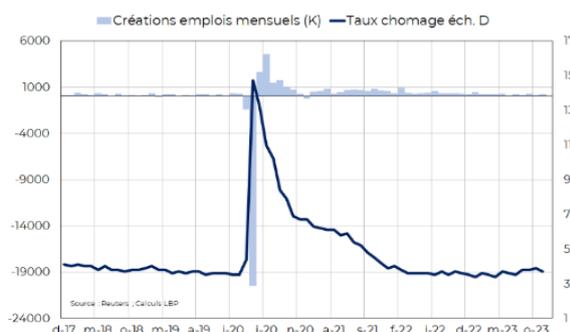
Alors que la croissance américaine a atteint un niveau élevé au 3^{ème} trimestre 2023, la question de la dynamique d'activité pour les trimestres à venir se pose. La réponse dépend des sous-jacents de ce dynamisme que nous analysons ici.

❖ Retour sur les crises sanitaires et inflation.

En premier lieu, les manifestations de la crise sanitaire et les réponses économiques américaines se sont révélées différentes de celles des européens. Le choc sur le PIB a été plus violent en Europe, en France par exemple, la baisse d'activité a atteint -13 % au T2 2020 vs -7 % aux Etats-Unis. D'une part la politique de confinement a été globalement moins sévère (et retardée) aux Etats-Unis au début de 2020, d'autre part les soutiens publics ont été plus généreux.

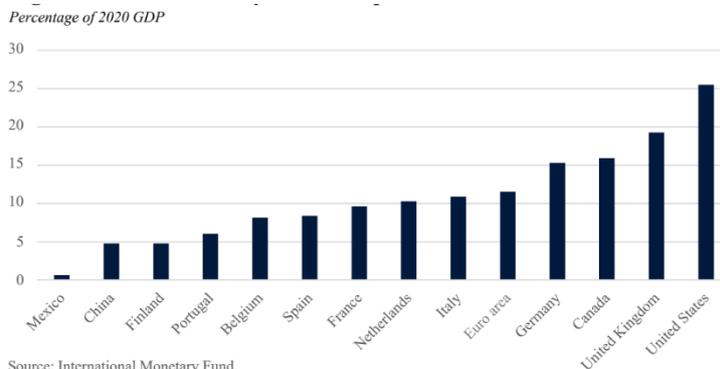


Dans un premier temps, le bouclage des commerces et les restrictions de déplacement ont entraîné un choc d'offre (baisse de la production) et un choc de demande (réduction de l'accès aux magasins, baisse de la consommation). Le gouvernement décida de privilégier l'aide aux sans emploi plutôt que l'activité partielle, ce qui entraîna des pertes d'emplois massives (20 millions d'emplois suspendus et une hausse du taux de chômage passant de 3,5 % à 15 %).

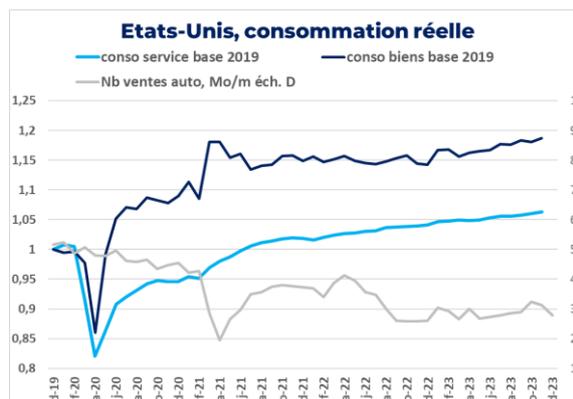
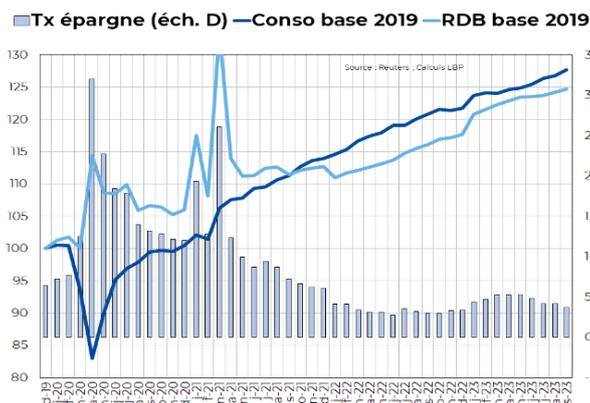


Les mesures budgétaires d'aides aux ménages et aux entreprises mises en œuvre pour palier au choc se sont élevées à près de 25 % du PIB et ont pris la forme d'aides sociales, de prêts garantis aux petites entreprises et de mesures de soutien aux ménages (soutien monétaire direct, extension de l'assurance chômage, etc.). Ces montants extraordinaires s'expliquent d'une part par la volonté de compenser l'absence de filets de sécurité sociaux aussi performants qu'en Europe et, d'autre part, par la difficulté à dimensionner ces filets ex ante au regard du nombre de nouveaux chômeurs concernés (15 millions environ).

Mobilisations budgétaires associées à la crise sanitaire entre le T1 2020 et le T3 2021 en % du PIB



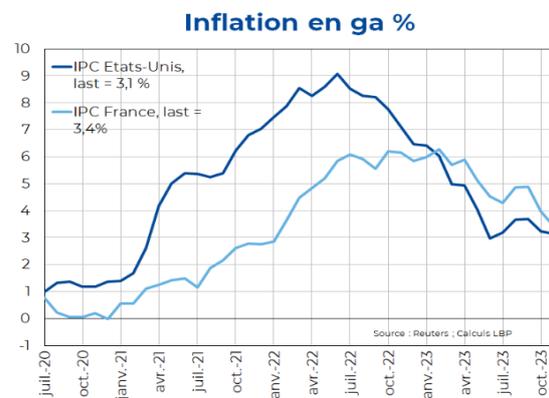
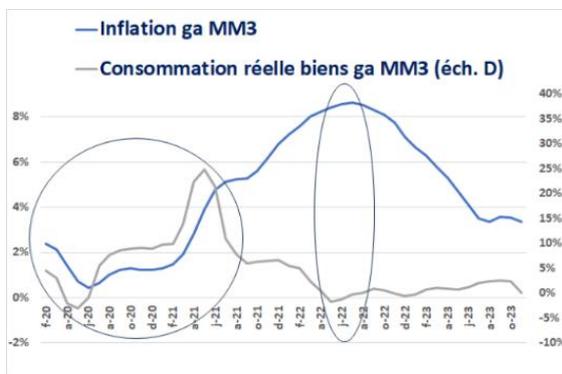
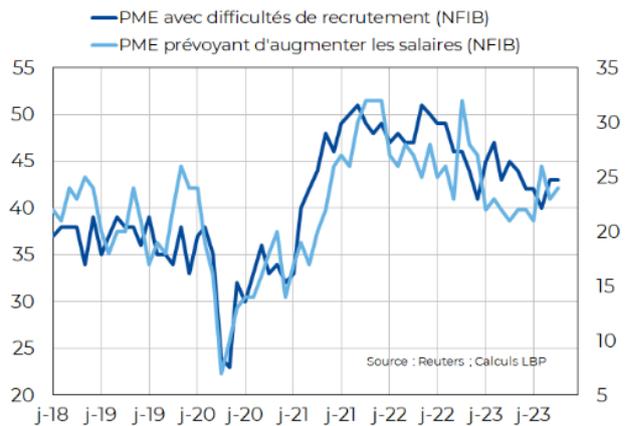
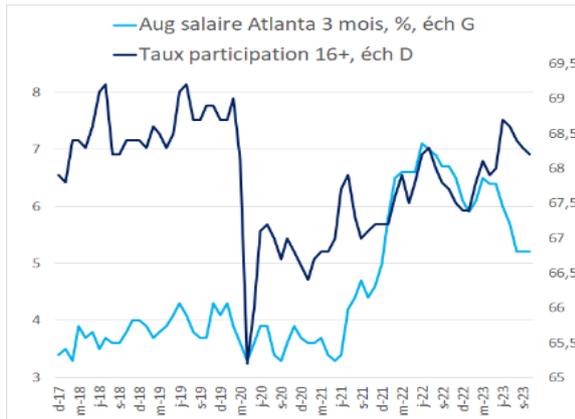
Ces transferts exceptionnels ont entraîné une forte hausse du revenu des ménages (RDB à +7 % en 2020 et +9 % en 2021) et, dans un contexte de consommation contrainte, du taux d'épargne (32 % au T2 2020) ainsi qu'une modification de la structure de consommation en faveur des biens hors automobiles et au détriment des services.



Cette forte demande de biens (15% de plus en avril 2021 vs décembre 2019) représente de l'ordre de 700 Md\$ de demande supplémentaire par mois. Par comparaison, ce chiffre mensuel est proche de la consommation annuelle totale de biens en France.

Cette hausse de la consommation de biens, déjà difficilement absorbable par le système productif en régime normal, a généré une forte tension sur l'offre alors que le monde connaissait des ruptures de chaînes d'approvisionnements associées à la crise sanitaire, et a suscité une inflation par la demande. De plus, dans le même temps, les Etats-Unis ont enregistré une baisse du taux d'emploi (chômage, grande démission, départs en retraite, etc.). La pénurie de travailleurs dans ce contexte de demande élevée a favorisé une hausse de salaires, endogénéisant une partie de l'inflation.

L'inflation américaine a enregistré une dynamique différente de celle de l'inflation européenne. Elle a augmenté au-delà de 2 % dès le T1 2021 (en relation avec les transferts publics et la hausse de la demande) alors que l'inflation européenne n'a dépassé ce seuil qu'au dernier trimestre 2021. **Sa composition dépendait plus nettement de l'inflation sous-jacente (tensions de production et de salaires) que des prix de l'énergie** : en ordre de grandeur, en avril 2022, 60 % de l'inflation provient du sous-jacent aux Etats-Unis et 30 % de l'énergie contre respectivement 30 % et 55 % en Europe.



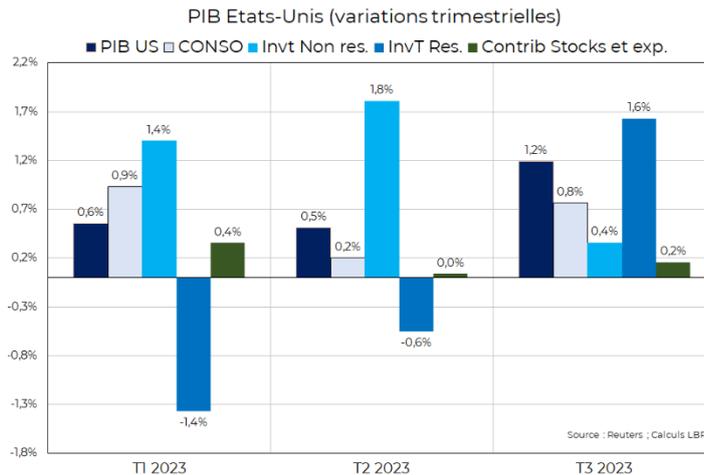
Côté entreprises, les restrictions sanitaires ont dans un premier temps réduit les profits. Mais la consommation totale des ménages a retrouvé son niveau de 2019 au premier trimestre 2021, notamment en raison du versement de nouveaux transferts sociaux. Dès lors, les entreprises ont pu passer les augmentations de coûts dans leur prix et leurs profits ont augmenté.

La reprise cyclique de l'investissement a ensuite été soutenue par une politique de l'offre très volontariste, se traduisant par le vote du plan d'investissement dans les infrastructures de 1 200 Md\$ sur 10 ans¹ (**Infrastructure Investment and Jobs Act**, promulgué en novembre 2021) et visant principalement les transports et équipements, la loi visant à renforcer la compétitivité de l'industrie américaine (**CHIPS and Science Act**, promulgué le 9 août 2022) dont le but est de soutenir la production de semi-conducteurs aux Etats-Unis et l'**Inflation Reduction Act** (environ 700 Md\$ de recettes et 400 Md\$ de dépenses) qui vise à réduire les dépenses des ménages (santé et énergie) et soutenir l'investissement dans la transition énergétique.

❖ **2023 : la récession n'a pas eu lieu.**

Malgré une forme de consensus au début de l'année autour de l'idée d'une récession en 2023 aux Etats-Unis, elle n'aura finalement pas eu lieu.

¹ Soit environ 0,5% de PIB par an.



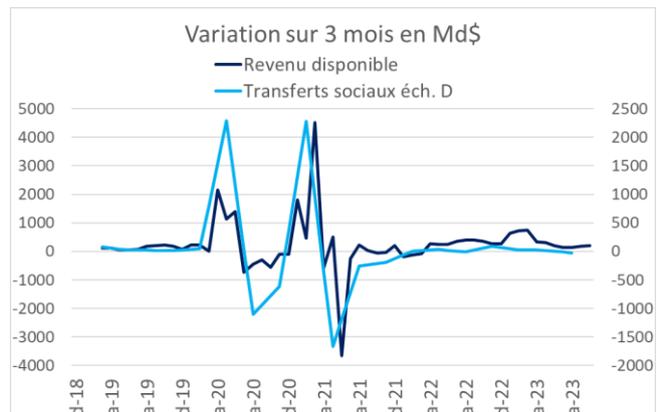
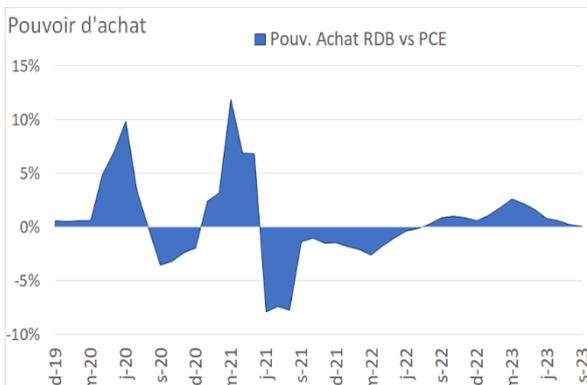
Pourtant les vents contraires étaient puissants :

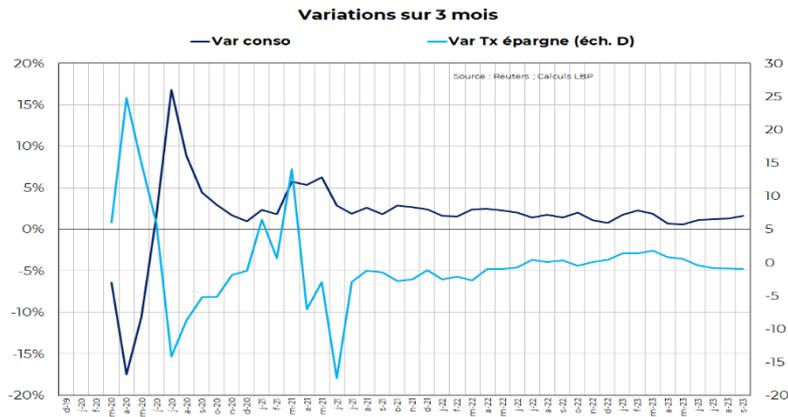
- Les difficultés d'approvisionnement et de recrutement étaient persistantes ;
- La Fed avait relevé ses taux directeurs de 5 pts de % entre mars 2022 et juillet 2023, entraînant une hausse considérable du coût de l'investissement, notamment pour les ménages dont les taux hypothécaires à 30 ans ont atteints 7,8 % en octobre 2023.

Dans ce contexte, la croissance américaine a tenu au-delà de 0,5 % par trimestre, atteignant même 1,2 % sur le T3 (rythme trimestriel).

Cette bonne performance est d'abord due à la croissance de la consommation qui est elle-même imputable à plusieurs facteurs :

- Une hausse des salaires dynamique compensant partiellement l'inflation ;
- La poursuite des transferts publics, et notamment une baisse des impôts locaux en début d'année ;
- La mobilisation de la « surépargne » due à la hausse du revenu disponible non consommé en 2020 ;
- Elle est aussi due à l'investissement des entreprises qui a été encouragé par les subventions publiques, comme vu plus haut.





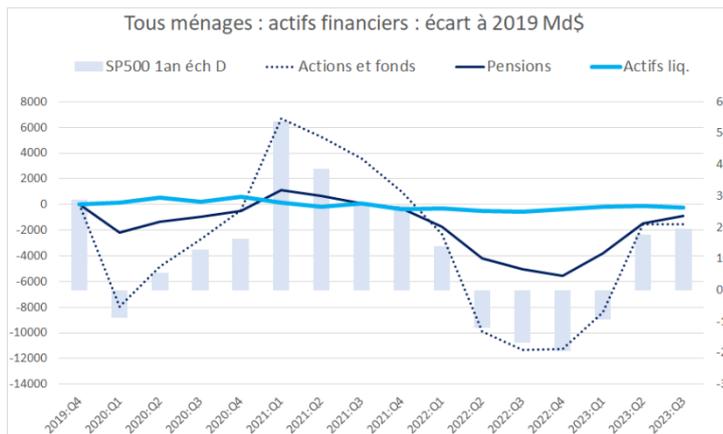
❖ **2024 : un ralentissement mesuré.**

• **La consommation va-t-elle rester sur cette dynamique ?**

- Le taux d'épargne est plus bas que son niveau pré-crise.
- Mais le pouvoir d'achat du RDB est positif malgré la réduction des transferts et grâce aux créations d'emplois et aux augmentations de salaires.

La question de la mesure et de l'utilisation de la surépargne 2020 est importante pour évaluer la dynamique de consommation. Les données trimestrielles de distribution de la richesse des ménages nous fournissent les informations suivantes.

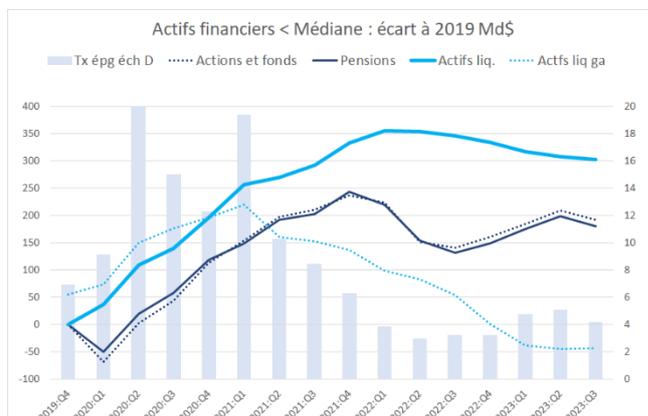
En premier lieu, en ce qui concerne l'évolution des actifs financiers² de l'ensemble des ménages, ce sont les variations de valorisation des actions et des réserves de pensions qui semblent avoir été les facteurs dominants explicatifs en 2020 des variations de richesse, largement supérieurs à l'impact des flux de placements des actifs liquides³. On voit également que les avoirs de pensions sont très nettement corrélés aux variations de performances des actions.



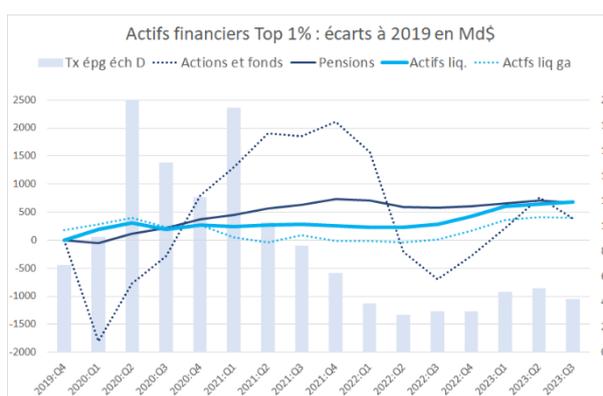
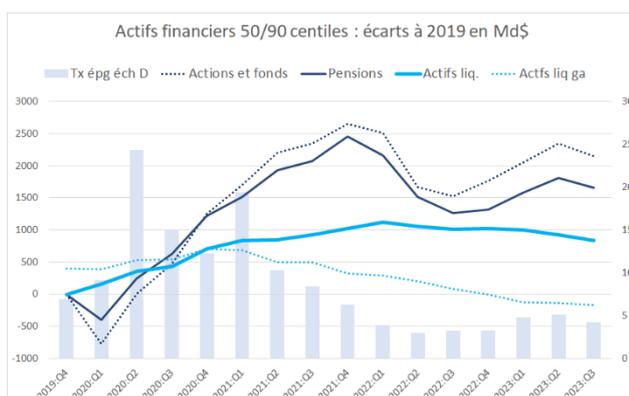
² Distribution des actifs : [The Fed - Distribution: Distribution of Household Wealth in the U.S. since 1989 \(federalreserve.gov\)](https://www.federalreserve.gov/whr/html/whr.htm)

³ Les actifs liquides sont approximés ici par la catégorie « Other assets » des comptes financiers.

En revanche, nous constatons que, pour les détenteurs d'une richesse inférieure à la médiane, les variations de montants des actifs liquides ont été plus importantes que celle de la valorisation des réserves de pensions et ont été, de plus, très corrélées au taux d'épargne. Cela suggère que l'augmentation du taux d'épargne a été source de placements liquides importants qui ont ensuite été consommés.



Au-delà de la médiane, la variation des flux d'épargne liquides devient moins importante que celles des actifs de marché.

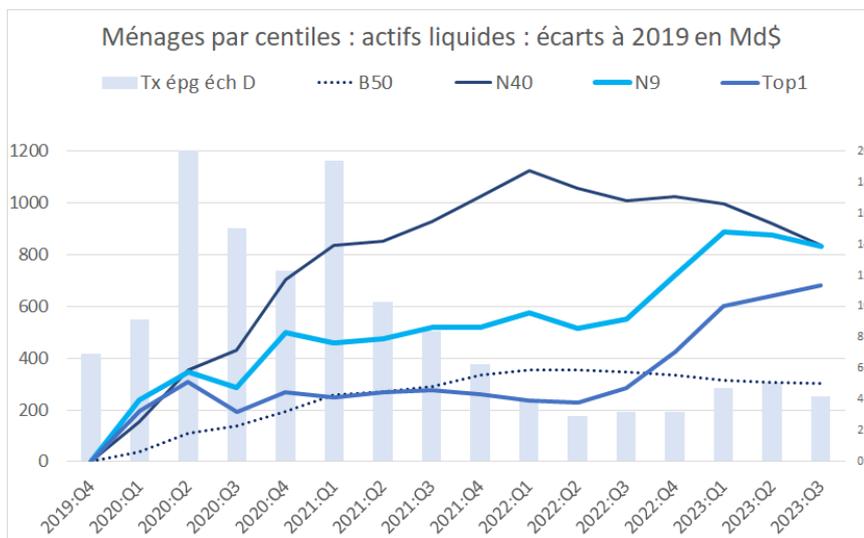


Si nous comparons la dynamique des différents centiles, nous observons :

- Que les ménages « sous » la médiane (B50) ont vu un accroissement de leurs actifs liquides et que ceux-ci ont régressé ensuite dans des proportions limitées pour atteindre 300 Md\$ en agrégé. Ces montants correspondent à environ 30 % des actifs liquides détenus au T4 2019. Considérant que l'inflation s'est élevée à environ 17% sur la période de début 2020 à fin novembre 2023, les encaisses réelles liquides seraient donc encore 12 % au-dessus du niveau pré-crise. Elles représentent environ 8 % des revenus⁴ de ces ménages (3,2% pour la partie au-delà de l'inflation).
- Que les ménages entre le 50^{ème} et le 90^{ème} centile (N40) totalisent des montants agrégés qui représentent 835 Md\$ soit 14 % des actifs liquides fin 2019 soit moins que la progression de l'inflation et environ 12% de leurs revenus.

⁴ Distribution des revenus (estimation par milieu de fourchette) : [The Fed - Changes in U.S. Family Finances from 2019 to 2022 \(federalreserve.gov\)](https://www.federalreserve.gov) ; distribution du pouvoir d'achat : [The Purchasing Power of American Households | U.S. Department of the Treasury](https://www.treasury.gov)

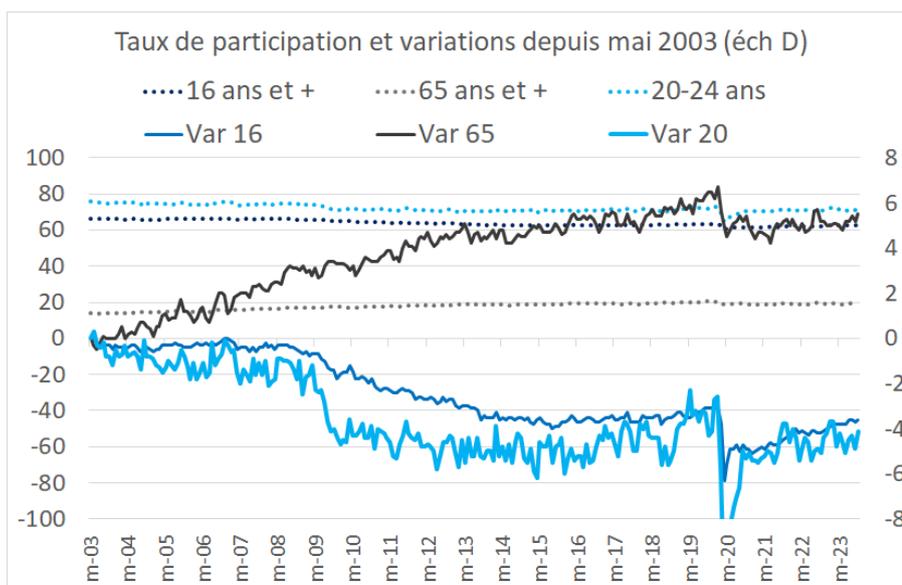
- Au-delà (N9 : 90/99 et Top 1 %), on peut considérer que la consommation ne dépend plus du taux d'épargne liquide. On remarque que ces ménages semblent avoir bénéficié de transferts en 2020, mais aussi des réductions de la fiscalité début 2023, ce qui n'apparait pas dans les autres groupes.



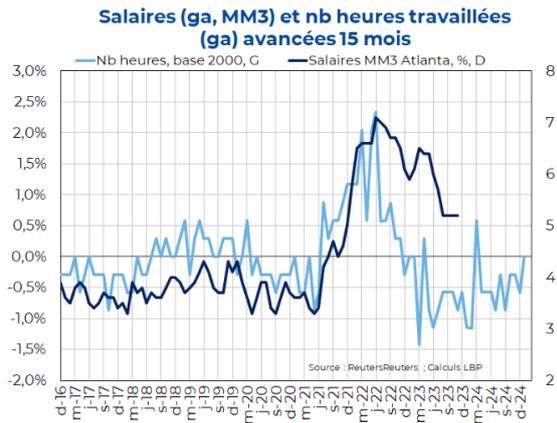
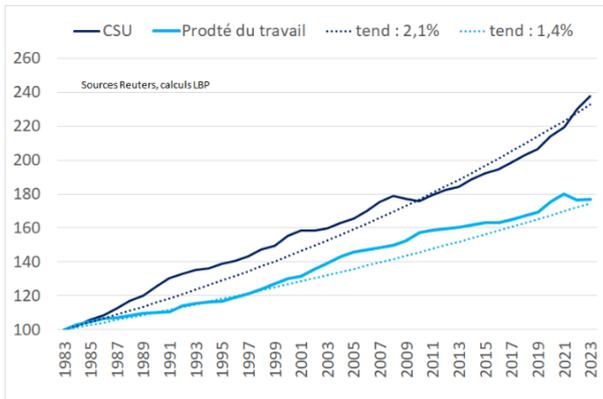
Au total, la hausse des actifs liquides mobilisable pour la consommation (au-delà de l'inflation) serait de l'ordre de 3 % du revenu disponible des ménages américains. Ces montants permettent d'envisager un surplus de consommation au-delà de la progression du pouvoir d'achat.

- **Comment va évoluer le revenu disponible des ménages ?**

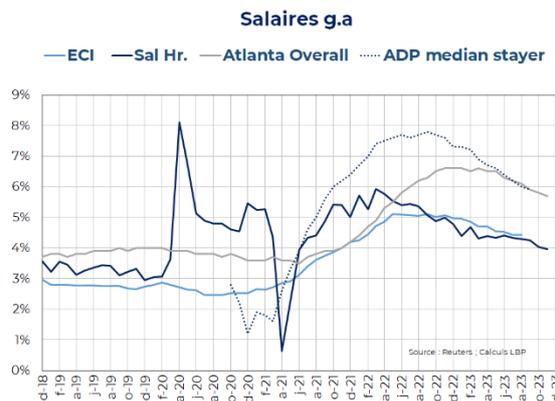
En termes démographiques, les Etats-Unis vont enregistrer une croissance limitée de leur population active (de l'ordre de 0,2 % par an sur la décennie à venir). Ils disposent également d'une petite réserve d'emplois au niveau du taux de participation qui reste inférieur à 2019 de l'ordre de 0,5 point de pourcentage (environ 0,8 millions d'emplois) mais principalement sur le segment des 65 ans et + à l'employabilité plus limitée que la population entière.



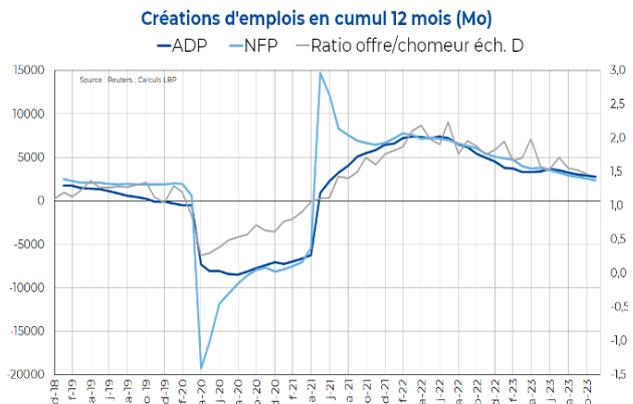
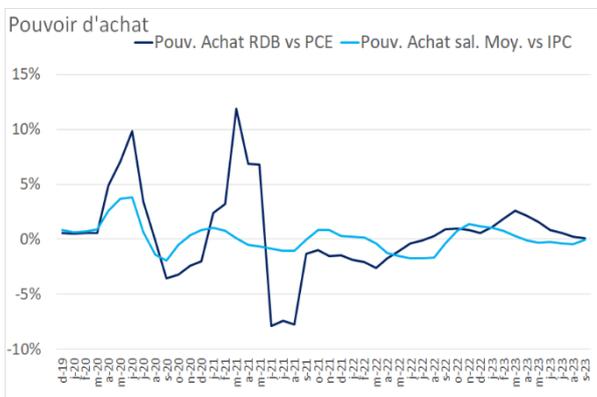
L'évolution du coût du travail (Coût Salariaux Unitaires) a nettement augmenté sous l'effet de l'inflation et des déséquilibres offre / demande mais devrait retrouver sa tendance de long terme (~2%) sous condition de maintien des gains de productivités.



L'inflation devrait à terme converger vers la croissance des CSU. A court terme, les salaires sont en cours d'assagissement en ligne avec la réduction des créations d'emplois (revenus sur leur moyenne de long terme). Sur la tendance actuelle, une année est encore nécessaire à la normalisation complète des salaires.

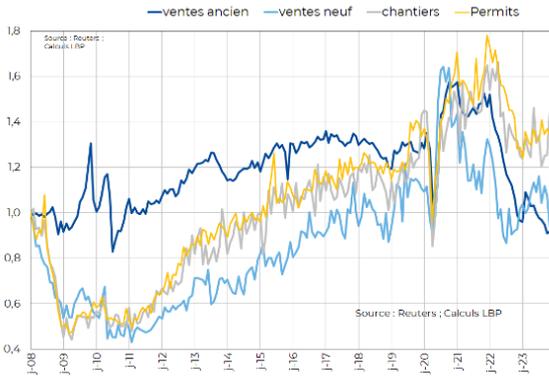


Le pouvoir d'achat devrait donc de nouveau progresser, dynamisant la consommation, à condition que l'inflation reste sur sa tendance baissière.

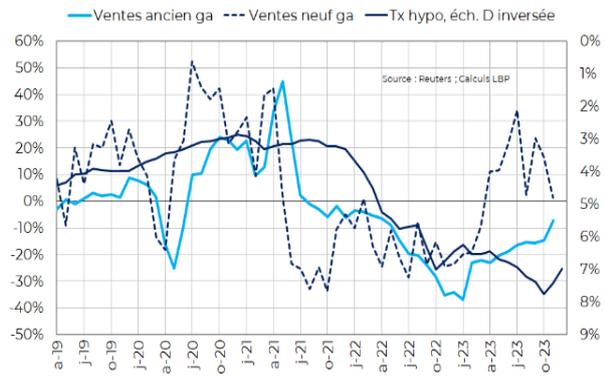


Or, d'une part l'inflation totale va poursuivre sa tendance baissière en raison de la baisse des coûts des intrants et en conséquence des prix à la production. Et, d'autre part, l'inflation sous-jacente va fortement décélérer au fur et à mesure de l'intégration de la baisse de l'inflation des loyers. Pour rappel, l'indice d'inflation américain « CPI » inclut (à la différence des indices européens) la prise en compte de loyers fictifs pour les propriétaires, pour un poids représentant 35 % de l'indice (les loyers réels ont un poids de 7% dans l'indice français). Ces loyers putatifs évoluent avec retard par rapport aux prix immobiliers et n'ont pas encore intégré la correction des prix associée à la hausse des taux d'intérêt, d'autant que celle-ci devrait se poursuivre (cf. graphique infra sur les baisses de transactions). L'inflation hors loyers s'établit aujourd'hui à 1,4 % en glissement annuel.

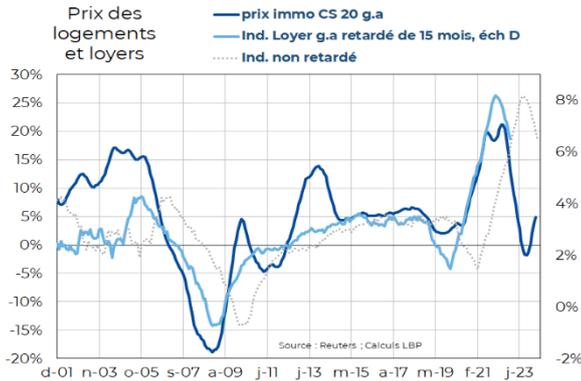
Etats-Unis : Ventes immobilier (base 2008)



Etats-Unis : Ventes immobilier

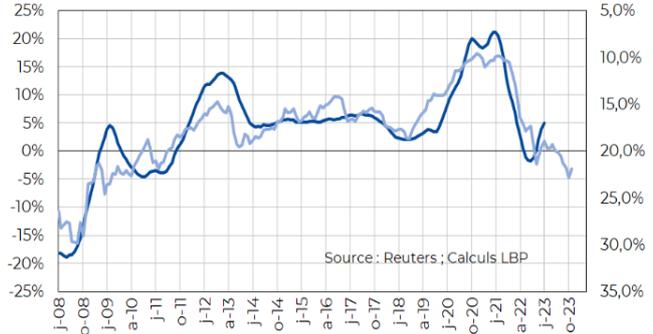


Prix des logements et loyers

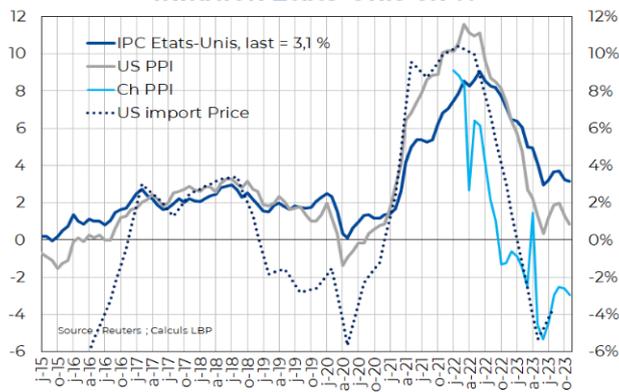


Prix immo g.a (CS 20)

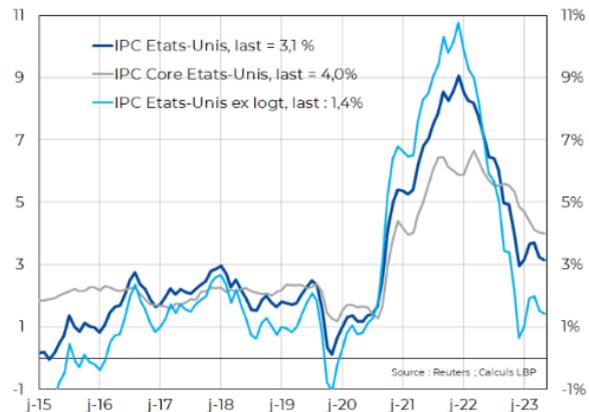
Tx Mortg / salaire (AHE) avancé 9 mois



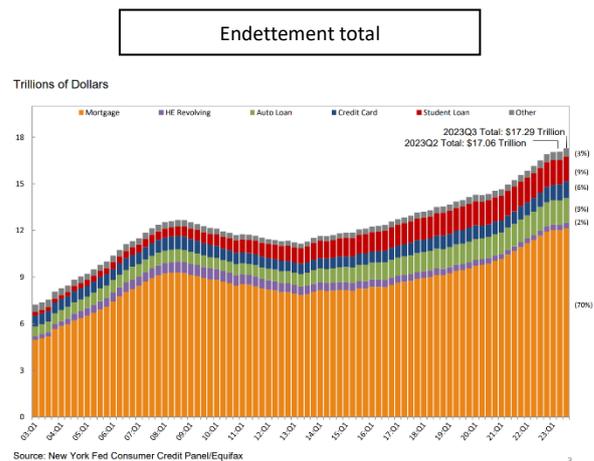
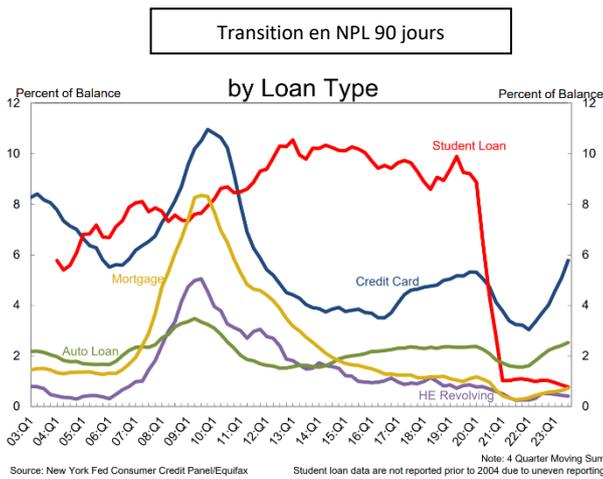
Inflation Etats-Unis en %



Inflation Etats-Unis en %



En termes de bilan, les ménages ont augmenté leur endettement et voient leur taux de défaut progresser en particulier pour les cartes de crédits et l'automobile (cf. taux de transition en NPL stage 3 infra).



Source Fed : [Microsoft PowerPoint - ReportData_template.pptx \(newyorkfed.org\)](https://www.newyorkfed.org/reports/MSRP/MSRP-ReportData-template.pptx)

En conclusion, la baisse de l'inflation devrait se poursuivre, les créations d'emplois se réduire progressivement, les salaires s'assagir, le tout dégageant du pouvoir d'achat et soutenant la consommation. Dans l'hypothèse où la détente actuelle des taux d'intérêt se poursuivrait, l'inflexion légère visible sur le marché immobilier (stabilisation sur des niveaux bas) pourrait s'amplifier et soutenir l'investissement des ménages.

- **Comment se portent les entreprises ?**

D'après l'analyse de la Fed⁵, une grande partie de l'augmentation des marges bénéficiaires agrégées après la pandémie de COVID-19 peut être attribuée à :

- L'intervention gouvernementale directe et d'une ampleur sans précédent pour soutenir les petites et moyennes entreprises américaines ;
- Une forte réduction des charges d'intérêt nettes en raison d'une politique monétaire accommodante.

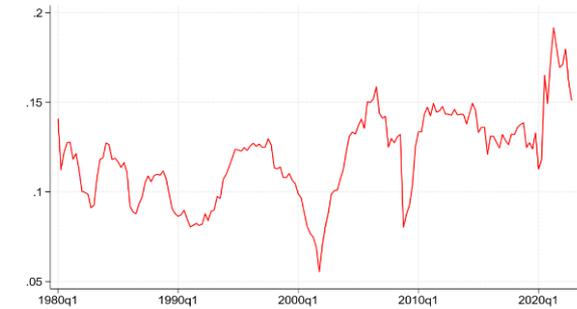
On neutralise ces effets en regardant la « part nette des marges dédiée du capital » i.e. ce qui reste à tous les détenteurs de capital (détenteurs de dettes et d'actions ensemble) après avoir payé les coûts de main-d'œuvre et le coût associé à l'usure du capital installé. On observe que la crise sanitaire a provoqué une chute brutale de la part nette du capital qui est beaucoup plus prononcée que la chute des marges bénéficiaires. Ce résultat n'est pas surprenant puisque la part du capital n'est pas affectée par une variation des subventions publiques nettes ou des charges d'intérêt. Après une chute brutale, la part de capital est remontée à des niveaux plus élevés qu'avant la pandémie de Covid-19, mais elle est restée bien en deçà de ses valeurs historiquement élevées observées à la suite de la crise financière mondiale. En outre, la part nette du capital à la fin de 2022 (0,26) est presque revenue à sa valeur pré-la pandémie de COVID-19 (0,25 en T4 2019).

Par ailleurs, on constate une forte hétérogénéité entre les entreprises en fonction de leur taille, les plus petites ayant vu leurs marges être plus dégradées.

⁵ [The Fed - Corporate Profits in the aftermath of COVID-19 \(federalreserve.gov\)](https://www.federalreserve.gov/econres/bankers/corporate-profits-in-the-aftermath-of-covid-19)

Marges

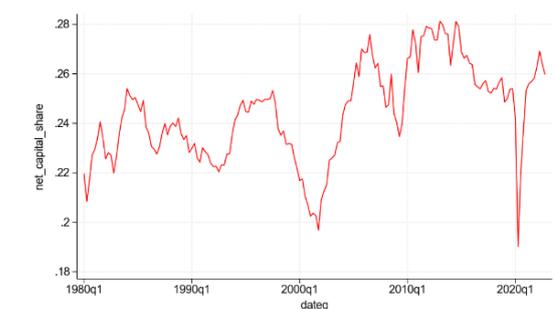
Figure 1. Non-Financial Corporate Profit Margins



Note: This figure depicts the aggregate non-financial corporate profit margins adjusted for capital consumption for the period 1980q1-2022q4.
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis.

Marges part du capital

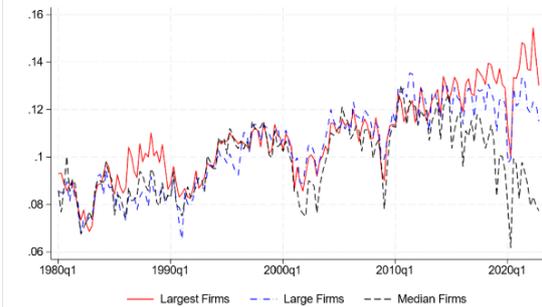
Figure 4. Net Capital Share



Note: This figure reports the net capital share for non-financial corporations for Net Capital Share the period 1980q1-2022q4.
Source: U.S. Bureau of Economic Analysis.

Marges des entreprises par taille

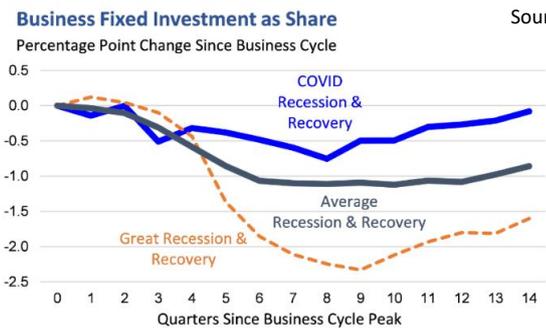
Figure 5. U.S. Nonfinancial Publicly Traded Companies Profit Margins



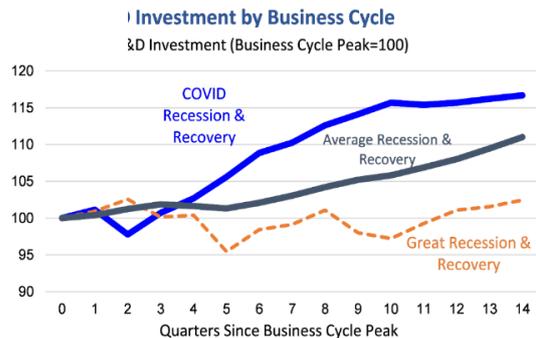
Note: This figure depicts the profit margins for the largest firms (top 20% of the size distribution, solid red line), large firms (fourth quintile of the size distribution, dashed-dot blue line), and medium firms (third quintile of the size distribution, dashed black line) for the period 1980q1-2022q4.
Source: Standard & Poors Global Market Intelligence; Compustat Unrestated Quarterly Data, (June 2023)

Dans ce contexte, les entreprises ont pu maintenir leur effort d'investissement. Elles ont été aidées en cela par les plans publics (IRA, etc.). L'investissement a rebondi plus rapidement que lors des récessions précédentes⁶, notamment dans la dimension innovation (R&D) où les montants réels sont déjà 17 % au-dessus de ceux pré-Covid.

Investissement total et R&D

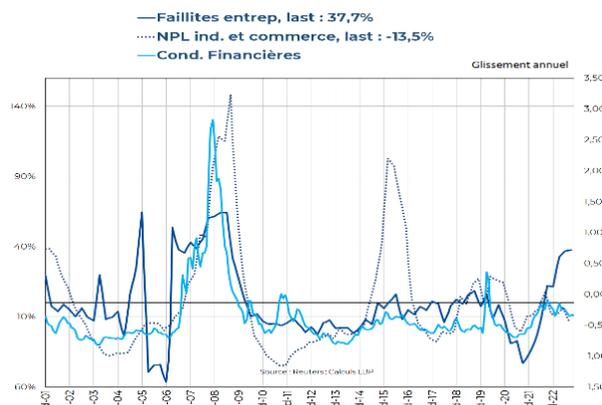
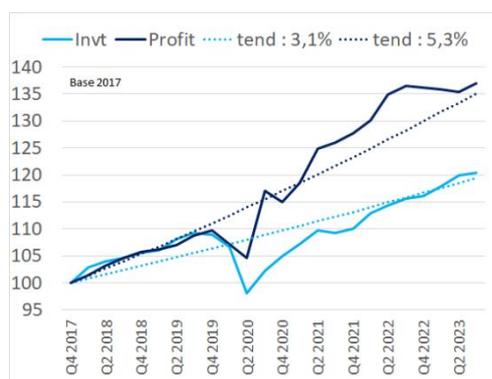
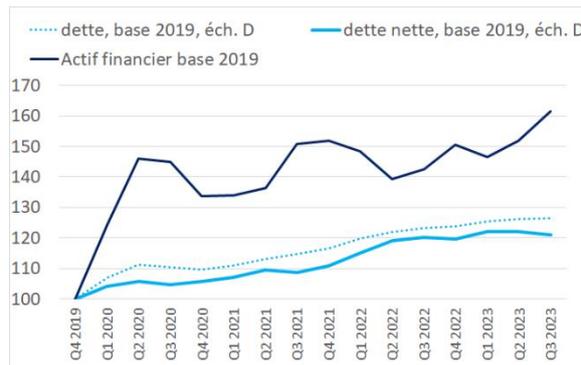
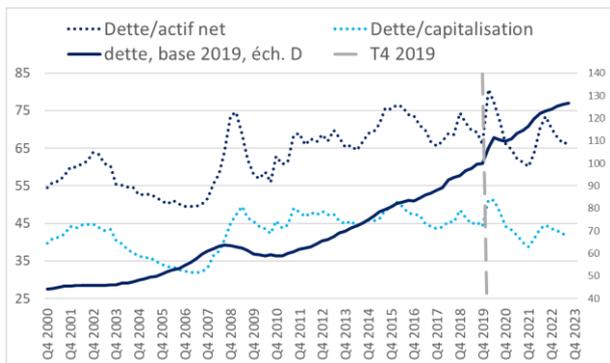


Source Treasury



En termes de bilan, les entreprises américaines ont continué à s'endetter pendant la crise, augmentant la dette nette des actifs financiers (dépôt et épargne) de 20 %. La dette brute rapportée à l'actif net reste à un niveau de la décennie 2010/2020. Après une baisse des faillites en 2021 et 2022, celles-ci augmentent à nouveau en 2023 mais se situent 25% en deçà de 2019.

⁶ [The Inflation Reduction Act and U.S. Business Investment | U.S. Department of the Treasury](#)



- **Le déficit public est-il soutenable ?**

Le Congrès américain a approuvé le mercredi 15 novembre une rallonge du budget de l'État fédéral et un délai courant jusqu'au mois de février pour voter un nouveau budget. Les Républicains voudraient réduire la dépense publique.

Les derniers chiffres du département du Trésor sur l'exercice fiscal 2023 qui s'est clos le 30 septembre, accuse un déficit de 1.700 milliards de dollars, soit 6,3 % du PIB, en hausse de 0,9 point en un an. Selon le CRFB (institut indépendant), le paiement des intérêts sur la dette pourrait ainsi « dépasser le budget de la défense d'ici à 2025 et devenir le deuxième programme gouvernemental le plus important - après l'assurance-maladie – d'ici à 2026 ».

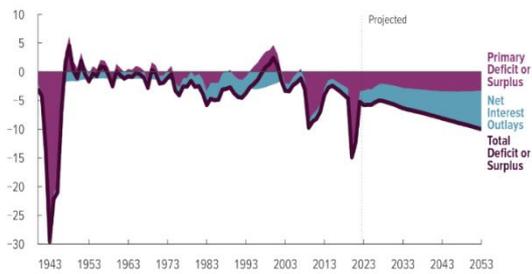
Le CBO⁷ de son côté (organisme bipartisan de prévision) anticipe une hausse du déficit jusqu'à 15 % du PIB en 2053 si les conditions actuelles d'exécution sont maintenues.

La note financière des États-Unis est de nouveau questionnée. Alors que Fitch Ratings a décidé de la dégrader d'un cran (de AAA à AA +) en août, Moody's a placé le AAA sous perspective négative. S&P Global Ratings avait quant à elle retiré le triple AAA aux États-Unis en 2011. La principale raison des inquiétudes s'explique par le fait que "les risques de détérioration de la solidité budgétaire des États-Unis ont augmenté et pourraient ne plus être entièrement compensés par les atouts uniques de l'État souverain en matière de crédit", d'après Moody's, qui s'attend à ce que les charges d'intérêts en proportion des recettes fiscales et du Produit intérieur brut (PIB) passent de 9,7 % et 1,9 % en 2022 à environ 26 % et 4,5 % d'ici 2033.

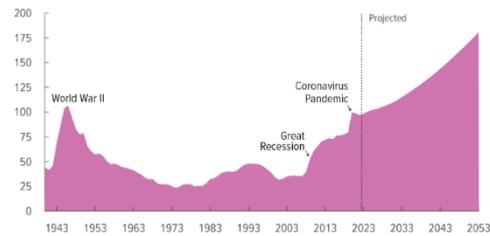
⁷ [Presentation/Slide Deck Template \(cbo.gov\)](https://www.cbo.gov/presentation/slide-deck-template)

Projections du CBO (% PIB) :

Déficit primaire (bordeaux), charge d'intérêt (bleu) et déficit total (noir)



Dettes/PIB



Les principales causes de cette détérioration sont difficilement amendables car se trouvent dans :

- Le vieillissement de la population (plus de dépenses de santé, moins de productivité)
- La hausse de la charge d'intérêt (10 % des recettes fiscales en 2025 contre 2,8 % pour les autres pays notés « AA »)⁸
- Les programmes de santé (Medicare)

et sont donc difficilement amendables.

En conclusion, les Etats-Unis bénéficient d'une sortie de crise plus dynamique que celle des européens. Elle repose sur des créations d'emplois fortes qui génèrent du revenu et in fine de la consommation.

Cette trajectoire a été facilitée par des aides massives qui ont eu des conséquences inflationnistes mais ont protégé les chômeurs et les entreprises. La fin des transferts publics et la normalisation de la consommation de biens, dans un contexte global de baisse de la demande et des prix de l'énergie, ont entraîné une forte réduction de l'inflation. Celle-ci devrait poursuivre sa baisse, notamment en raison des loyers fictifs qui devraient s'ajuster aux prix de marché. La baisse de l'excès de demande réduit également les tensions sur la production (chaîne de valeur, intrants, emplois). Les créations d'emplois convergent vers des niveaux de long terme et les salaires progressent moins rapidement. L'investissement des ménages devrait repartir en fin d'année 2024 (baisse du coût du crédit). Les entreprises sont en relative bonne santé, avec des niveaux d'endettement net proche du niveau pré-crise et des profits élevés. L'investissement des entreprises devrait se maintenir, soutenu par des plans publics massifs (IRA, etc.).

Ces éléments seront néanmoins relativisés par la progression limitée du pouvoir d'achat, la stabilisation des créations d'emploi et une demande extérieure peu dynamique. Au total, et hors risques mentionnés ci-dessous, la croissance « instantanée » pourrait s'installer autour du potentiel (1,8% d'après le CBO⁹) alors que les principaux indicateurs seront proches de l'équilibre (inflation, taux, emploi).

A ces facteurs fondamentaux s'ajoutent néanmoins des risques plus conjoncturels. Le budget 2024 pourrait subir des coupes significatives¹⁰. Par ailleurs, le résultat des élections de novembre est incertain et potentiellement déstabilisateur pour la démocratie américaine et l'attractivité de son économie.

Direction des Finances et de la Stratégie – Direction des études économiques :

[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.

⁸ Source Fitch.

⁹ Ce qui dans ce cas établirait la croissance moyenne 2024 à 2,2%.

¹⁰ A ce stade de la discussion, les dépenses discrétionnaires pourraient être réduites de 1736 tr\$ à 1600 tr\$, soit 0,5% de PIB ce qui pourrait ralentir le rythme moyen de croissance de 2,2% à 1,7% (avec un multiplicateur unitaire).