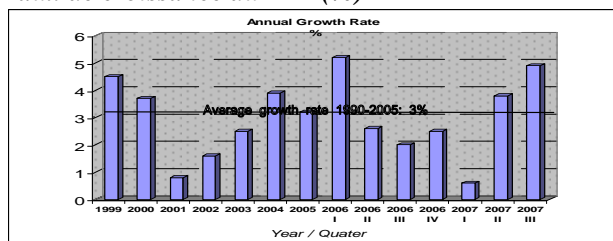




Après un excellent second et troisième trimestre, l'économie américaine entre dans une période d'incertitude. La FED et le Trésor ne nient plus l'effet « subprimes » et essaient de limiter la contagion au reste de l'économie. Les mois à venir devraient nous révéler l'ampleur du passif « subprime » mais plusieurs éléments s'avèrent inquiétants.

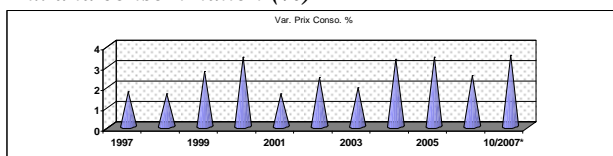
Taux de croissance du PIB (%)



La croissance timide du PIB fin 2006 et très faible au 1er trimestre 2007 (0,6% en base annuelle) contraste avec la performance inattendue des 2nd et 3^{ème} trimestre 2007 (+3,8 et 4,9%). On note la contribution positive de la consommation des familles, des dépenses publiques, des exportations et des investissements en biens d'équipements.

Cette performance apparaît toutefois décalée par rapport à la correction du marché immobilier qui est à l'origine de la crise financière de juillet toujours d'actualité. Un approfondissement de cette crise est anticipé en 2008 et la croissance de quelques 2% maximum dépendra essentiellement des exportations stimulées par le dynamisme éventuel des partenaires commerciaux et par la faiblesse du dollar. En effet, la demande intérieure montre des signes de contraction et un risque de récession n'est pas exclu¹. A plus long terme, les analystes comptent sur une croissance d'équilibre de 2,6% contre 3% en moyenne enregistrés ces quinze dernières années.

Prix à la consommation (%)



A fin octobre 2007, l'indice des prix à la consommation (CPI U) avait enregistré une progression annuelle de 3,5% (1,8% d'inflation sous jacente ou hors énergie et alimentation) comparé à 2,5% fin 2006. L'énergie (+14,5%), la santé (+4,8%) et l'alimentation (+4,4%) représentent les

¹ Selon Joseph Stiglitz, Professeur à Columbia et prix Nobel d'économie, il y a 50% de chance de récession aux EU en raison de la hausse du coût du crédit suite aux problèmes du « subprime mortgage market ». (Interview à Londres Nov. 16, 2007)

contributions sectorielles les plus importantes à l'inflation et sont des éléments structurels de faiblesse de l'économie:

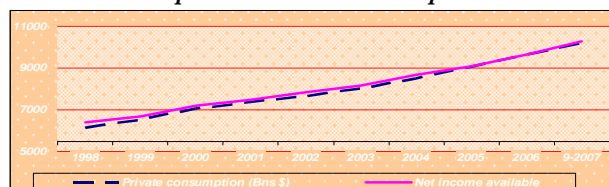
- la politique de substitution de l'éthanol à des énergies fossiles importées a eu pour effet une envolée des prix des denrées alimentaires sans réduction significative de la dépendance énergétique et des tensions sur la demande globale de carburants fossiles;

- en matière de santé, la question de l'inflation est également ouverte avec des dépenses par tête d'habitant sans équivalent et plus de 15% des Américains sans couverture.

Dans ce contexte, la FED essaie d'équilibrer la croissance et les risques d'inflation avec parfois des résultats mitigés. Elle a donc entamé dès août 2007, après plusieurs années d'ajustement à la hausse, un processus de réduction de son taux d'escompte et de son taux directeur. Ces ajustements, tantôt dans l'urgence, tantôt en anticipation de déséquilibres à venir, devaient essentiellement préserver une croissance en ralentissement.

Néanmoins, la FED rencontre une réelle difficulté à rassurer les marchés qui ne parviennent pas à évaluer le risque immobilier. La FED pourrait donc se voir forcée à consentir de nouvelles baisses de taux pour éviter davantage de déséquilibres dans le marché des crédits (credit crunch).

Consommation privée et revenu net disponible



Ces dernières années, la consommation des ménages était souvent égale à leur revenu net, le taux d'épargne devenant nul. Malgré des signes de ralentissement cyclique, la consommation restait bien orientée début 2007 grâce notamment à une évolution favorable du revenu disponible. Plusieurs hypothèses favorisent cependant une réduction de la demande intérieure:

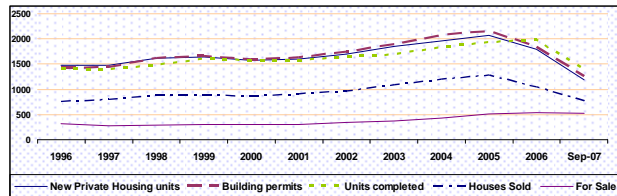
- a) les consommateurs sont inquiets ce qui les incite à accroître leur épargne;
- b) les conditions d'octroi de crédit se sont fortement durcies tandis que
- c) l'orientation à la baisse de l'immobilier ne permet plus guère d'extraction de liquidité. Enfin, la hausse des prix de plusieurs denrées essentielles se fait aux dépens de la consommation d'autres biens.

L'immobilier (*1000)

L'immobilier qui participait à plus de 1% de la croissance de ces dernières années est considéré comme déterminant à terme.

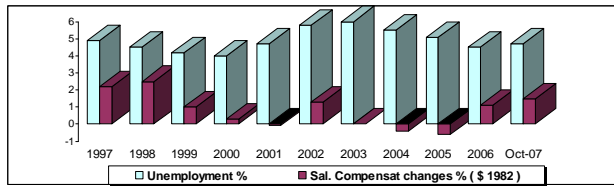


Selon les dernières statistiques, le marché de la construction est en crise, les indicateurs de ventes en octobre étant au niveau de 1991-93, soit une baisse de près de 40% par rapport aux sommets de 2005, avec des stocks représentant plus de 8 mois de vente. Pour les ventes d'immobilier existant, les perspectives ne sont guère meilleures avec des stocks records (10 mois).



L'ajustement en cours devrait se poursuivre en 2008 tiré par les défauts de paiement des prêts immobiliers risqués « subprime loans » mais aussi par un « credit crunch » découlant d'un durcissement des pratiques de prêts et de la législation en matière de crédits.

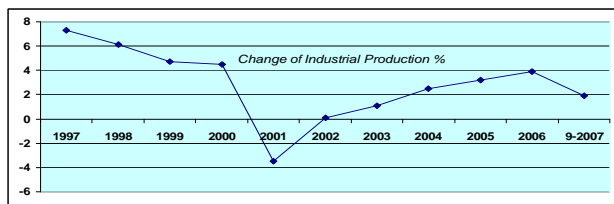
Chômage(%) et revalorisation des salaires



Le taux de chômage est à un niveau très bas (4,7% en octobre 2007) mais dans une récente tendance haussière tandis que les tensions sur le marché de l'emploi et les pressions à la hausse sur les salaires ne semblent plus une menace directe si on tient compte du rebond significatif de la productivité au 3° trimestre 2007 (+4,9%).

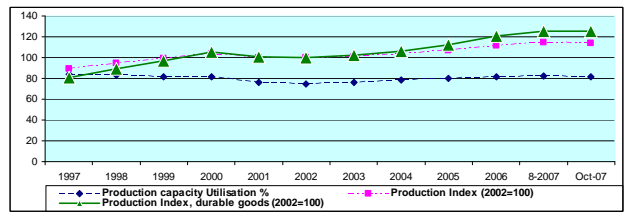
Production industrielle (%)

La production industrielle s'est ralentie les neuf premiers mois de 2007. En base annuelle, elle a augmenté de 1,9% à fin septembre comparé à 3,9% à fin décembre 2006.



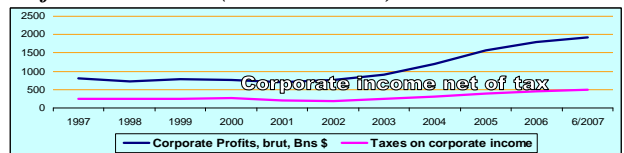
Capacités de production et indices de production

La capacité d'utilisation est restée légèrement supérieure à 80% en 2007 grâce notamment aux activités minières tandis que l'indice de production général se maintient entraîné par le dynamisme des biens d'équipements électroniques.



Si ces derniers mois, les commandes restaient importantes, on s'attend cependant à un ralentissement des nouveaux ordres d'achat en raison de la réduction de la demande intérieure déjà d'actualité dans les matériaux de construction et l'automobile. Le niveau des exportations sera alors déterminant pour soutenir l'économie.

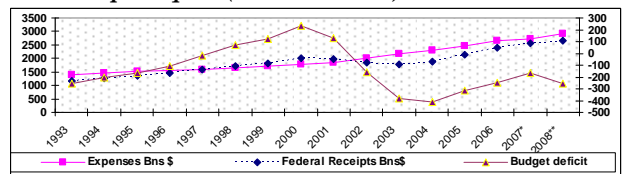
Profits² et taxation (milliards USD)



Les profits des entreprises américaines se sont accrus de 21,4% en 2006 (12,5% en 2005), bénéficiant de la conjoncture favorable mais aussi d'un gain de change sur les profits rapatriés. Cette tendance semble se poursuivre au premier semestre 2007.

A l'horizon 2008, les profits des entreprises dépendront essentiellement de l'incidence de la crise actuelle américaine sur les économies étrangères et leur demande de produits américains. A ce titre, l'effet contagion dans la sphère financière est inquiétant et les niveaux records de profitabilité de ces dernières années pourraient n'être qu'un souvenir en 2008.

Finances publiques (milliards USD)



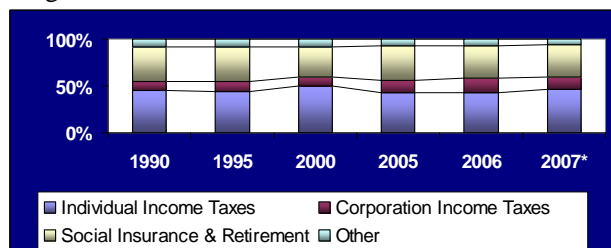
Le déficit budgétaire attendu devrait être en réduction en 2007 (+/-170 milliards USD) grâce à une progression des recettes alimentées par la croissance économique de ces dernières années et un meilleur contrôle des dépenses. En 2008, une nouvelle augmentation du déficit est anticipée et des arbitrages seront nécessaires pour répondre aux réductions de recettes qui se manifesteront en raison du ralentissement économique en vue. D'actualité également la question de la reconduction de « l'Alternative Minimum Tax » qui concerne 23

² Profits avant ajustements d'inventaires et dépréciation en K



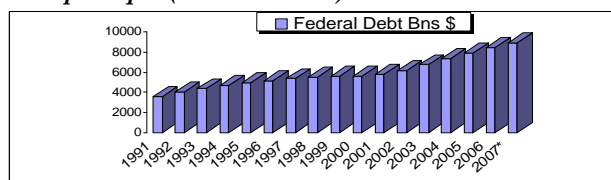
millions de contribuables et représente une menace pour la consommation et la croissance.

L'imposition des sociétés ne contribue que marginalement aux recettes.



L'accroissement des recettes fiscales en 2008 devrait passer par l'amélioration de la perception de l'impôt, l'IRS estimant le manque à gagner du à la fraude à près de 350 milliards USD (16% du total).

Dette publique (milliards USD)



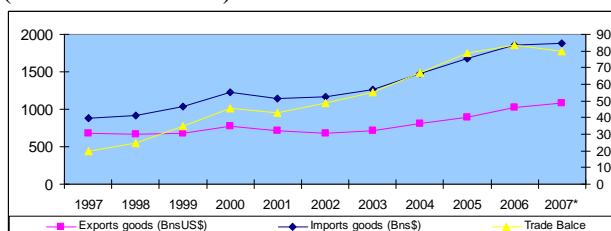
Comme la dette a explosé ces dernières années (9000 Milliards USD) et que certains postes de dépenses sont appelés à s'accroître dramatiquement en raison du départ en retraite de la génération « pappy boom », une restructuration des comptes publics est nécessaire.

Si aucune réforme n'était adoptée vis-à-vis des dépenses sociales, les dépenses de retraites et de santé qui représentent aujourd'hui 9% du PIB passeraient à 15% d'ici 2030, soit 3/4 des dépenses fédérales totales (Congressional Budget Off.: L-T Budget Outlook 12/05, Update 08/06).

L'ajustement sera d'autant plus pénible que l'économie devra se remettre de son dopage généré par l'immobilier à crédit et par une consommation entretenue par l'accroissement de l'endettement.

La balance extérieure

En 10 ans, les exportations se sont accrues de 40% tandis que les importations doublaient. D'un déficit commercial de 200 milliards USD/an, on est passé à un déficit de plus de 800 milliards de dollars en 2006 ou près de 7% du PIB, le 3^o trimestre étant un record (219 milliards USD)!



Les deux premiers semestres de 2007 montrent cependant une réduction du déficit mensuel de la balance des biens et services (+/- 59 milliards USD/mois) en raison d'une progression des exportations, d'une stabilisation des importations et d'une amélioration de la balance des services (voyages notamment). Le troisième trimestre montrerait une consolidation de la tendance et l'effet « dépréciation du dollar » commencerait donc à jouer son rôle sur la compétitivité des exportations.

Commentaires:

L'économie américaine souffre de déséquilibres structurels dus essentiellement à un excès de la consommation et de l'endettement par rapport à l'épargne. Elle conserve, cependant, une bonne capacité d'adaptation pour résister à cette crise de tension sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires.

Néanmoins, entre inflation et croissance arbitrées par le taux directeur FED, la marge de manœuvre des autorités est réduite en raison des défauts de paiement croissants sur les « subprime » et les autres crédits, du « credit crunch » et de la perte de confiance des consommateurs et acteurs économiques.

Dans les mois à venir, la réponse des autorités en matière de refinancement des « subprime » sera déterminante pour éviter un approfondissement de la crise financière. Les exportations resteront, elles, le premier moteur d'une croissance atone. Toutefois, l'économie n'est en rien exempte d'une récession qui pourrait être provoquée par un choc exogène tel qu'une progression des coûts de l'énergie, ou encore, une nouvelle crise de confiance des marchés.

Sources:

- <http://www.bea.gov/>
- <http://www.bls.gov/>
- <http://www.federalreserve.gov/>
- <http://www.census.gov/>