

# Etats-Unis

## Atterrissage

*L'hypothèse d'un franc ralentissement de l'économie américaine se matérialise chaque jour un peu plus, en raison de l'interruption partielle des services fédéraux (shutdown) mais pas seulement. Les désordres créés par la guerre tarifaire avec la Chine, la réappréciation du risque sur les marchés obligataires ou d'actions, l'atterrissage du secteur de l'énergie, l'effritement des indices immobiliers : tout présage d'une conjoncture moins riante. Une appréciation partagée par la Réserve fédérale des Etats-Unis, qui délivre un discours plus prudent, et suspend la remontée des taux directeurs aux publications macroéconomiques à venir.*

Le vent tourne aux Etats-Unis et, comme souvent lorsqu'il s'agit de la première économie de marché de la planète, c'est la Bourse qui donne l'alerte. Sur les trois derniers mois de 2018, le cours des actions a chuté de 15% ; à défaut d'un krach, il s'agit d'une correction sérieuse, qui anticipe une normalisation probable des résultats d'entreprises<sup>1</sup>.

### ■ Retour de flamme

Il ne faut pas s'en étonner. Alors que l'effet des baisses d'impôts s'estompe, la guerre commerciale du président Trump fait ses premières victimes dans les rangs américains. En décembre 2018, l'indice des entrées en commande à l'industrie a perdu onze points, subissant sa plus forte baisse depuis celle occasionnée par la faillite de Lehman Brothers, il y a un peu plus de dix ans (graphique 2). Dans la région industrielle et exportatrice de Philadelphie, les enquêtes de la Réserve fédérale (Fed) dénotent des anticipations déprimées.

Avec un baril de brut déprécié de 25%<sup>2</sup>, le secteur de l'énergie est moins à la fête. Très endetté, il voit ses conditions de financement se durcir (ses primes de risque s'écarter) et sa valorisation boursière atterrir. Les conséquences immédiates sont un frein sur l'investissement et la production dans les gaz et pétrole de schistes, qui ont battu des records en 2018 ; elles s'apprécieront diversement selon le degré d'attention que l'on porte à la transition énergétique (cf. article en page 24).

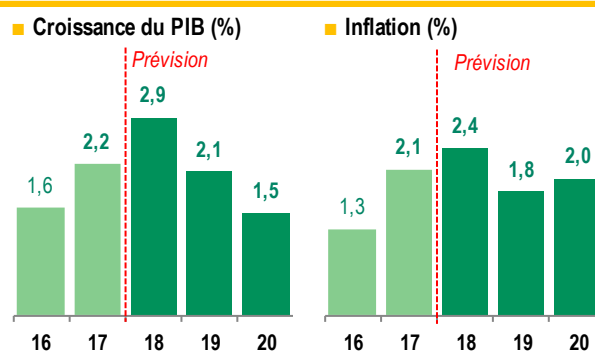
Avec la hausse des taux hypothécaires, l'immobilier fléchit. L'indice de la National Association of Home Builders (NAHB) cède du terrain, promettant à terme un recul des mises en chantier et un tassement des prix. Le soutien ne viendra pas du gouvernement fédéral, qui, pour ne rien arranger, est contraint à une fermeture partielle (cf. encadré). Ce *shutdown*, déjà le plus long de l'histoire, coûterait à l'activité entre 5 et 10 milliards de dollars par semaine<sup>3</sup> ; encore peu visibles fin 2018, ses effets se ressentiraient surtout au premier trimestre de 2019, où la croissance (exprimée en rythme annuel) se verrait amputée de près d'un point.

<sup>1</sup> Du 20 septembre 2018 (dernier point haut) au 31 décembre 2018, l'indice Standard & Poor's 500 a reculé de 14,5% ; dans le même temps, les analystes révisaient en baisse leurs estimations de bénéfices par action.

<sup>2</sup> Le 16 janvier 2019, le baril de pétrole (Brent) cotait 61 dollars, en baisse de 25% par rapport au précédent point haut de début octobre 2018.

<sup>3</sup> Fourchette d'estimations basée sur les études du coût du *shutdown* de l'automne 2013. Cf. Committee for A Responsible Federal Budget (2013), *The Economic Cost of the Shutdown*, Octobre.

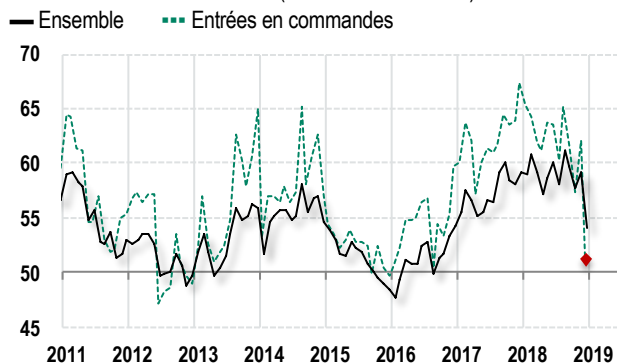
### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

### 2- Coup de froid

#### Indice des directeurs d'achat (secteur manufacturier)



Source : Institute for Supply Management

### ■ Changement de ton à la Fed

Après avoir augmenté neuf fois de suite le loyer de l'argent pour le porter à 2,50% (limite haute), la Réserve fédérale laisse entrevoir une pause. Avant même le *shutdown*, les membres du Comité de la politique monétaire tempéraient leur diagnostic conjoncturel ainsi que les anticipations de hausse des taux. Leur dernier compte-rendu de réunion (celle du 12 décembre 2018) présage d'un attentisme prudent, face aux remontées de terrain moins sereines



émanant des chefs d'entreprise, ou aux impondérables tels le Brexit, que la Fed indique surveiller de près<sup>4</sup>.

Ce changement de ton n'a pas été sans conséquence sur les marchés ; en 2019, la courbe des *forwards* de taux d'intérêt n'intègre plus aucun resserrement monétaire, mais plutôt un *status-quo*, voire un léger assouplissement ; sur le compartiment des emprunts d'Etat, les rendements obligataires s'affaissent, leur distribution par échéance devenant quasi étale (graphique 3).

Par le passé, cette configuration a toujours conduit à l'atterrissage de l'économie américaine, et il est peu probable qu'il en aille différemment cette fois-ci. L'aplatissement de la courbe des taux alourdit le coût de portage des dettes et contribue à l'inversion de l'effet de levier, auquel les Etats-Unis ont largement eu recours ces dernières années<sup>5</sup>. Voici plusieurs trimestres que le Fonds monétaire international (FMI) alerte sur la plus grande vulnérabilité financière de certains secteurs de l'économie, tels l'énergie, les infrastructures, la santé, les télécommunications (FMI, 2018)<sup>6</sup>. L'Institution relève que la dernière vague d'émission de dette d'entreprise, outre qu'elle marque des records, porte aussi le plus de risques : en 2018, 80% des emprunts souscrits par les investisseurs institutionnels (fonds mutuels ou d'arbitrage, fonds de pensions, assureurs...) étaient « *covenant lite* », c'est-à-dire pratiquement sans garantie ; la moitié des prêts à effet de levier multipliaient par cinq ou plus les résultats opérationnels annuels.

#### ■ Creusement du déficit commercial

Ce sont quelque USD 45 milliards de droits supplémentaires sur les importations annuelles qui s'appliquent depuis 2018. En 2019, l'administration américaine pourrait aller plus loin. Le 17 février, le Département du Commerce livrera ses conclusions quant à « l'atteinte à la sécurité » représentée par les véhicules en provenance de l'Union européenne, ouvrant la voie à une possible surtaxe. Le 1<sup>er</sup> mars, les droits appliqués à la Chine pourraient être à nouveau relevés. Avec quels résultats ?

Le lien hasardeux entre tarification et équilibre des échanges a déjà été souligné dans ces colonnes<sup>7</sup>. De fait, l'inflation des droits de douanes n'a, pour l'heure, aucunement permis de réduire les déficits. Au contraire, la balance commerciale hors pétrole s'est détériorée sur les derniers mois de 2018 ; elle affichait un déficit annuel de USD 800 milliards en octobre, le plus important jamais mesuré. Ironie de l'histoire, c'est vis-à-vis de la Chine, de loin la plus taxée, que le creusement est le plus marqué. Ce constat pourrait-il dissuader le Président Trump d'aller plus loin dans sa guerre tarifaire ? On peut l'espérer, mais il est permis d'en douter.

Jean-Luc Proutat

[jean-luc.proutat@bnpparibas.com](mailto:jean-luc.proutat@bnpparibas.com)

<sup>4</sup> Federal Open Market Committee (2018), Minutes de la Réunion des 18-19 décembre.

<sup>5</sup> Proutat J.L. (2017), *L'économie américaine est-elle en haut de cycle?*, BNP Paribas EcoFlash, Juin.

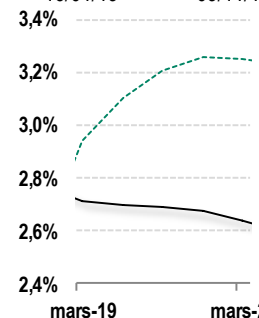
<sup>6</sup> Adrian T., Natalucci F., Piontek T. (2018), *Sounding the Alarm on Leveraged Lending*, IMFBlog, November 15.

<sup>7</sup> BNP Paribas EcoPerspectives du 3<sup>e</sup> trimestre 2018.

### 3- Aplatissements

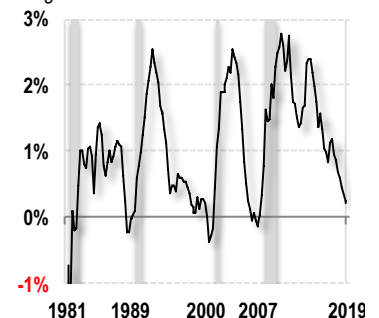
Forwards de taux 3 mois

— 16/01/19    --- 09/11/18



Ecart de taux 10a - 2a (Treasuries)

En grisé : récessions



Sources : Thomson Reuters, US BEA

### 4- Le plus long *shutdown* de l'histoire

Si elle est loin d'être la première du genre, l'actuelle fermeture partielle (*shutdown*) de l'administration fédérale américaine, en cours depuis le 22 décembre 2018, établit un nouveau record : 27 jours (au 17 janvier), dépassant largement les 21 jours du *shutdown* sous Bill Clinton au tournant de 1995-1996 (versus une durée moyenne de 8 jours). Et, au moment où nous écrivons, il n'y a pas de fin en vue, la question du financement du mur voulu par D. Trump à la frontière avec le Mexique, à l'origine du *shutdown*, n'étant toujours pas résolue. La Maison-Blanche se préparerait à ce que la situation reste bloquée au moins jusqu'au discours sur l'état de l'Union, prévu le 29 janvier. Et le risque d'un nouveau *shutdown* cette année n'est pas à écarter, au moment de la renégociation du plafond de la dette qui se profile autour du mois de septembre.

L'impact négatif sur l'économie transite essentiellement par les effets en cascade du choc de revenu instantané pour les centaines de milliers de fonctionnaires réquisitionnés mais non payés, ceux des services fermés mis en congé sans solde, les contractuels, les sous-traitants, voire les bénéficiaires d'aides sociales, dont le versement pourrait être menacé. Le *shutdown* coûterait de 0,1 à 0,2 point de croissance trimestrielle annualisée par semaine. S'il perdurait sur l'ensemble du premier trimestre, la croissance pourrait se rapprocher de zéro. Lorsque le *shutdown* dure, ses effets négatifs vont en s'accroissant, de manière non linéaire. Une bonne part de la croissance perdue sera toutefois rattrapée les trimestres suivants grâce au versement des arriérés de salaires. Les données d'emploi seront également temporairement impactées.

Le *shutdown* perturbe aussi la publication des données du BEA et du Census Bureau (PIB, ventes au détail, consommation des ménages, commandes de biens durables, mises en chantier et permis de construire, ventes de maisons neuves) mais pas celles du BLS (emploi et prix). Lors de sa réunion de fin janvier et peut-être aussi celle des 19-20 mars, la Fed n'aura donc pas à sa disposition l'ensemble des données habituelles.

Hélène Baudchon

[helene.baudchon@bnpparibas.com](mailto:helene.baudchon@bnpparibas.com)

