

Etats-Unis

L'atterrissage se poursuit

La contraction des échanges mondiaux, aggravée par l'offensive tarifaire du président Trump, rattrape les Etats-Unis et participe au ralentissement de son activité, qui a aussi ses raisons propres. L'atterrissage de l'économie s'est poursuivi dans le courant de l'été 2019, les enquêtes de conjoncture n'annonçant aucun mieux dans les mois à venir. L'investissement des entreprises, notamment, resterait mal orienté, tandis que la consommation des ménages, résistante jusqu'ici, freinerait. Dans ce contexte, la Réserve fédérale, qui ne donne plus d'indication quant à l'évolution à venir de sa politique, baissera encore les taux d'intérêt.

A l'été 2019, l'économie des Etats-Unis continue de freiner, tout en résistant plutôt bien aux vents contraires qui entravent les échanges. Son taux annuel de croissance est descendu à 2%, un rythme inférieur d'un point à celui de 2018, mais qui demeure enviable vu d'Europe, où des pays comme l'Allemagne, l'Italie ou le Royaume-Uni sont menacés de récession. Dans le détail, le ralentissement américain est, pourtant, plus sérieux qu'il n'y paraît. Seuls les dépenses militaires et le stockage opéré en prévision des sanctions douanières imposées par le président Trump ont permis d'en limiter l'ampleur. Et si le commerce extérieur y participe, ses causes sont essentiellement internes. Elles tiennent au recul de l'investissement privé, d'abord observable dans la construction résidentielle, puis dans tous les secteurs, logiciels exceptés. Si la consommation et l'emploi résistent, leur dynamique s'assagit tout de même. Enfin, les enquêtes de conjoncture sont médiocres et n'annoncent aucune amélioration dans l'immédiat.

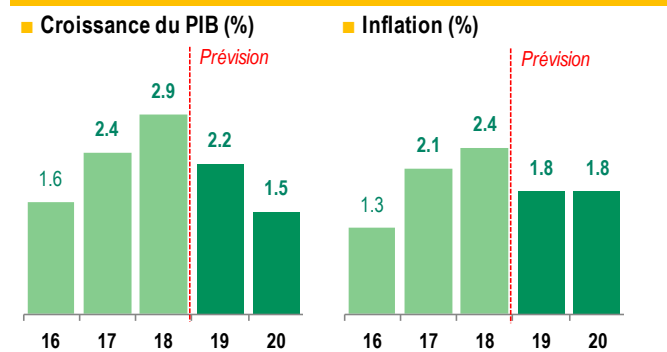
Perspectives dégradées

La chute de l'indice des commandes à l'industrie calculé par l'*Institute for Supply Management* (ISM), tout comme la moindre sollicitation des capacités de production, promettent au contraire une baisse supplémentaire des dépenses d'équipement, qui pourrait s'avérer marquée dans la sphère très capitaliste des pétrole et gaz de schiste (graphique 2). Ici, les premiers signes de surinvestissement se font jour. Alors que, à 8 millions de barils / jour, les volumes de production battent des records, la rentabilité des nouveaux puits n'est pas assurée. Opérés à des distances parfois trop courtes et par des acteurs lourdement endettés, leur nombre tend aujourd'hui à diminuer¹.

D'un montant annuel de USD 14.000 milliards (cinq fois le PIB de la France), la consommation des ménages américains reste, de loin, le moteur le plus puissant de la demande. En 2018, l'association baisses d'impôts - créations d'emplois - crédit lui avait fourni un carburant plutôt riche ; en 2019, le mélange s'appauvrit. Alors qu'elles reconsidèrent leurs débouchés et réduisent l'investissement, les entreprises mettent aussi un frein sur leurs embauches. Ramenées à 161.000 postes nets par mois entre janvier et septembre, elles sont les moins nombreuses depuis neuf ans ; eu égard à l'afflux d'individus sur le marché du travail (+1,8 million en moyenne en 2018) elles ne permettent plus aussi facilement le recul du chômage, déjà à son étiage historique (3,5% de la population

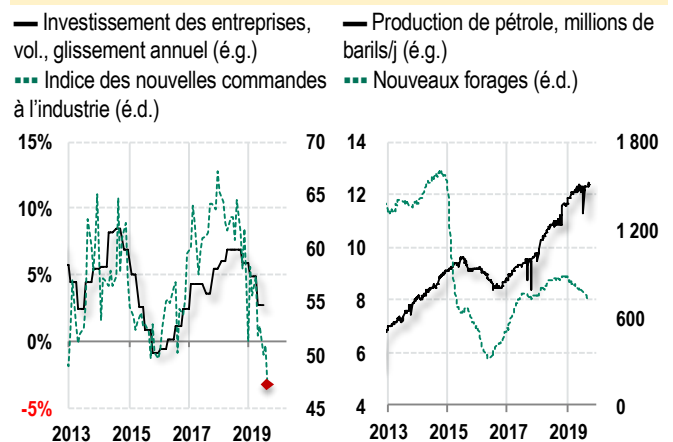
¹ The Wall Street Journal (2019), *Shale Boom Is Slowing Just When the World Needs Oil Most*, Sept. 29.

1- Croissance et inflation



Sources : comptes nationaux, BNP Paribas

2- Retournement du cycle de l'investissement



Sources : Institute for Supply Management, US BEA, IEA

active en septembre). La population contrariée par la guérilla commerciale du président Trump tend, par ailleurs, à déborder du cercle des agriculteurs ou des directeurs d'achats. Car, bien qu'il concerne peu les biens de consommation finale (cf. encadré 3), le relèvement des tarifs aux frontières a des effets inflationnistes non négligeables. Face au renchérissement des biens d'équipement et intrants produits en Chine, il n'y a pas eu, jusqu'à présent, de réorientation significative de la demande vers d'autres pays². Les

² Direction générale du Trésor (2019), *Effets des premières tensions commerciales apparues entre les Etats-Unis et la Chine*, Lettre Trésor-éco n°244, septembre



entreprises américaines en supportent donc le coût, *modulo* les efforts consentis par leurs fournisseurs ou la réaction du taux change. En bout de course, la répercussion sur le prix payé par le consommateur atteint quelques dixièmes de point³. Mesurée à 2,4% en août, l'inflation (hors pétrole) s'inscrit d'ailleurs en rebond, alors qu'elle avait plutôt tendance à ralentir. Ceci a pour conséquence de freiner la progression du revenu disponible réel des Américains.

Le crédit à la consommation est aussi moins dynamique, ce qui n'est pas une étrangeté à ce stade du cycle : la dette des ménages hors logement a crû de 55% depuis le point bas de 2009 et se retrouve à nouveau élevée en proportion des revenus ; les achats d'automobiles ont battu des records, si bien que le parc a été largement renouvelé ; enfin, les banques durcissent leurs critères de prêts, alors que leurs conditions de transformation se détériorent du fait de l'inversion de la structure par termes, ou courbe, des taux d'intérêt (Wheelock, 2018)⁴.

■ Encore d'autres baisses de taux

Aussi la Réserve fédérale (Fed) devrait-elle s'employer, dans les mois à venir, à un travail de repentification, ce qui implique d'autres assouplissements de sa politique monétaire. Le taux cible des fonds fédéraux est déjà passé d'une limite de 2,50% à 2% ; il devrait, selon nous, baisser encore, jusqu'à 1,75% fin 2019, 1,25% fin 2020.

Certes, la position officielle reste prudente et n'annonce pas un tel mouvement. Ayant délaissé les « *indications prospectives* », le président de la Fed, Jerome Powell, conditionne l'évolution de sa politique aux publications économiques à venir, rappelant que les phases d'assouplissement monétaire peuvent parfois s'avérer courtes⁵. L'exemple choisi (la baisse épisodique des taux directeurs qui avait eu lieu durant de l'automne 1998) n'est toutefois pas le plus approprié. Il s'était alors agi, pour la banque centrale, de contrer les effets potentiellement systémiques de la quasi-faillite d'un fonds d'arbitrage⁶, plutôt que d'accompagner le retournement d'un cycle économique, comme c'est plus vraisemblablement le cas aujourd'hui.

Jean-Luc Proutat

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

³ Jean S. & Santoni G. (2018), *How Far Will Trump Protectionism Push Up Inflation?* CEPII Policy Brief n°23, December. Les deux auteurs estiment à 0.25%-0,38% le surcroît d'inflation engendré par les sanctions déjà adoptées contre la Chine, à savoir la taxation à hauteur de 25% de USD 250 milliards d'importations annuelles.

⁴ Wheelock D. (2018), *Can an Inverted Yield Curve Cause a Recession?* Federal Reserve Bank of St-Louis Blog, Dec. 27.


⁵ Powell J., Conférence de presse donnée à l'issue de la réunion du Comité de la politique monétaire du 18 septembre 2019.

⁶ En l'occurrence, le *Long Term Capital Management* (LTCM).

3- L'escalade tarifaire Etats-Unis - Chine

Les faits. Le 6 juillet 2018, les Etats-Unis décidaient d'appliquer une taxe de 25% sur une première liste de produits importés de Chine pour un montant annuel de USD 36 mds, décision immédiatement suivie de rétorsions (cf. chronique des échanges, ci-dessous). Un peu plus d'un an après le début des hostilités, ce sont quelque USD 250 mds d'importations annuelles des Etats-Unis en provenance de Chine (soit la moitié des achats) qui se retrouvent taxés au taux moyen de 25%. Il s'agit pour l'essentiel (80%) d'intrants et de biens d'équipement professionnel, le reste (20%) étant constitué de biens de consommation finale. La Chine, de son côté, applique des droits variables sur la totalité de ses importations en provenance des Etats-Unis (USD 110 mds par an) et a suspendu ses achats de soja.

Les risques additionnels. Dans la chaleur du mois d'août, le président Donald Trump a indiqué vouloir augmenter (de 25% à 30%) les droits déjà appliqués à la Chine, puis taxer tout ce qui ne l'était pas déjà et représente un montant annuel additionnel de USD 272 mds. Supposée intervenir à partir du 1^{er} septembre 2019, la mise à exécution de cette menace a été pour partie repoussée, le temps pour les Etats-Unis et la Chine de reprendre les négociations et de tenter de trouver un compromis, sans doute dans le courant de la deuxième semaine d'octobre.

Dates	 Etats-Unis	 Chine
Juil.-Août 2018	<ul style="list-style-type: none"> • 25% sur \$50mds (\$36mds +\$16 mds) d'importations venant de Chine (listes 1&2) 	<ul style="list-style-type: none"> • 5% à 25% sur \$50mds d'importations en provenance des E-Unis (liste 1)
Sept.-Nov. 2018	<ul style="list-style-type: none"> • 10% sur \$200mds d'importations venant de Chine (liste 3) 	<ul style="list-style-type: none"> • 5% à 25% sur \$60mds d'importations en provenance des E-Unis (liste 2)
Mai 2019	<ul style="list-style-type: none"> • 10% ➔ 25% sur \$200mds d'importations venant de Chine (liste 3) 	<ul style="list-style-type: none"> • Suspension des importations de soja
Sept. 2019	<ul style="list-style-type: none"> • 10% sur \$120mds d'importations venant de Chine (liste 4A) 	<ul style="list-style-type: none"> • Hausse des taxes sur \$60mds d'importations en provenance des Etats-Unis (liste 2)
Oct-Dec 2019 ? Menaces	<ul style="list-style-type: none"> • 25% ➔ 30% sur \$250mds d'importations venant de Chine (listes 1 à 3) • 15% sur \$272mds d'importations venant de Chine (liste 4) 	<ul style="list-style-type: none"> • Tentative d'apaisement de la part de la Chine, qui reporte la hausse programmée de certaines taxes et reprend ses importations de soja.

Les conséquences. Du seul fait des mesures déjà prises (et en figeant les échanges à leur valeur de 2018), la moyenne pondérée des droits de douanes américains passerait de 1,7% en 2017 (l'un des taux les plus faibles de l'OCDE) à 7,7% en 2020 (l'un des taux les plus élevés). Le premier pays touché serait la Chine, qui a déjà vu ses ventes à destination des Etats-Unis baisser (de 20% sur un an pour les produits taxés, chiffre cependant amplifié par les livraisons anticipées de 2018), et qui perdrait jusqu'à un point de PIB dans le conflit. Les Etats-Unis ne seraient pas pour autant gagnants (choc estimé à -0,7 point de PIB par le Fonds monétaire international).

Sources : Direction générale du Trésor (op. cit.), FMI, BNP Paribas

