

Économie américaine

Risques de récession aux États-Unis

Sommaire

1. La reprise de l'économie américaine amorcée l'an dernier reste fragile. En effet, l'accroissement du PIB réel, établi à 2,4 % en 2002, reste bien en deçà de la croissance observée entre 1996 et 2000, laquelle s'élevait à 4 % en moyenne.
2. De même, bien qu'ils ne laissent pas présager une récession, les indices précurseurs annoncent un ralentissement additionnel de l'activité économique à brève échéance.
3. La fin de la guerre en Irak pourrait stimuler la reprise de l'économie. Toutefois, sans un redressement durable des déséquilibres macroéconomiques, cette reprise sera limitée.
4. Dans ce contexte, les perspectives économiques pour 2003 sont révisées à la baisse.
5. Néanmoins, à moyen terme, les gains de productivité et les importants stimuli fiscaux et monétaires devraient contribuer à un certain redressement de l'économie américaine.

1

Creux du cycle économique non atteint

Après avoir connu une croissance de 0,3 % en 2001, l'économie américaine a repris un peu de vigueur en 2002 avec une progression de 2,4 %, en raison principalement des stimuli apportés par des politiques fiscales et monétaires très souples.

L'économie américaine doit cependant composer avec plusieurs déséquilibres macroéconomiques. Du point de vue conjoncturel, les évaluations du *National Bureau of Economic Research* (NBER) démontrent que le creux cyclique n'est pas encore atteint lorsqu'on compare l'évolution de l'économie depuis le sommet de mars 2001 avec celle enregistrée au cours des récessions précédentes.

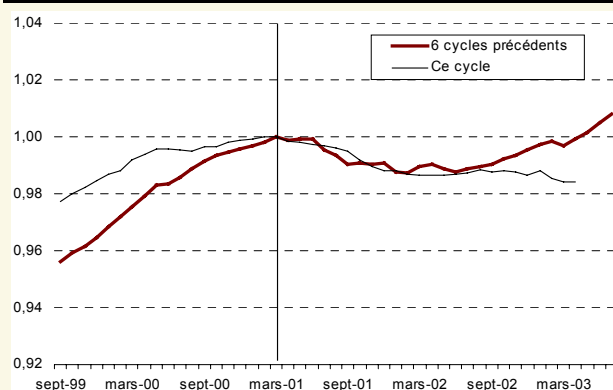
Quatre indicateurs sont scrutés par le NBER pour statuer sur la durée d'un cycle économique, soit l'emploi, le revenu personnel moins les paiements de transferts, le volume des ventes manufacturières et commerciales ainsi que la production industrielle.

L'emploi

L'évolution de l'emploi indique toujours une contraction de l'économie. Au cours des six derniers cycles, l'emploi avait récupéré la quasi-totalité de ses pertes en moyenne dans les 24 mois suivant le début de la récession. Cette fois-ci, en avril 2003, soit au 25^e mois suivant le sommet de 2001, le nombre d'emplois est toujours inférieur de 2,1 millions.

ÉVOLUTION DE L'EMPLOI

(statistiques normalisées au sommet du cycle économique, mars 2001 = 1)



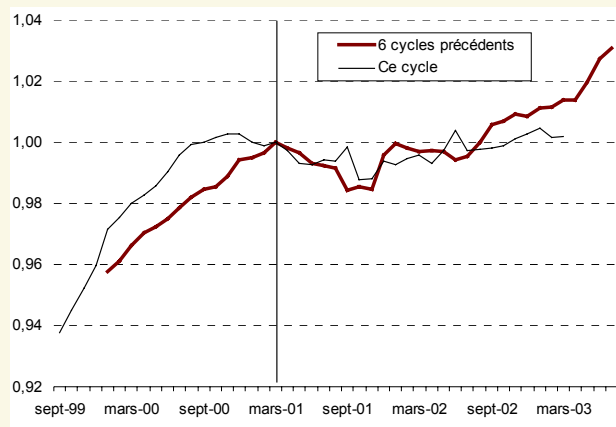
Source : National Bureau of Economic Research.

Le revenu personnel

L'évolution du revenu personnel net des paiements de transferts est similaire à celle des cycles précédents. À cet égard, on note une croissance de 0,2 % entre mars 2001 et mars 2003; les gains de productivité enregistrés ont été pratiquement annulés par les importantes pertes d'emplois.

REVENU PERSONNEL MOINS LES PAIEMENTS DE TRANSFERTS, EN TERMES RÉELS

(statistiques normalisées au sommet du cycle économique, mars 2001 = 1)



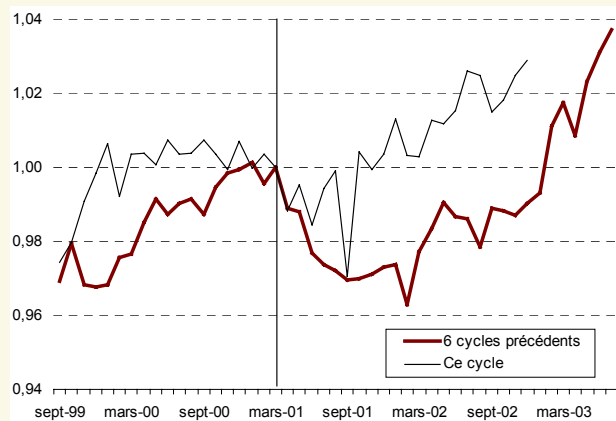
Source : National Bureau of Economic Research.

Le volume des ventes

Fait encourageant, l'évolution du volume des ventes des secteurs manufacturier et commercial progresse davantage qu'au cours des reprises économiques précédentes. Entre mars 2001 et décembre 2002, les ventes ont augmenté de 2,9 %.

VOLUME DES VENTES DES SECTEURS MANUFACTURIER ET COMMERCIAL

(statistiques normalisées au sommet du cycle économique, mars 2001 = 1)



Source : National Bureau of Economic Research.

Historiquement, à ce stade-ci de la relance, le volume des ventes demeurerait d'environ 1 % inférieur au sommet du cycle.

Les ventes des secteurs manufacturier et commercial ont été stimulées par des facteurs particuliers dont l'effet s'atténuera graduellement, tels les marges dégagées par les programmes de refinancement hypothécaire, le taux d'intérêt zéro offert pour l'achat d'automobiles et les baisses d'impôt importantes consenties depuis 2001.

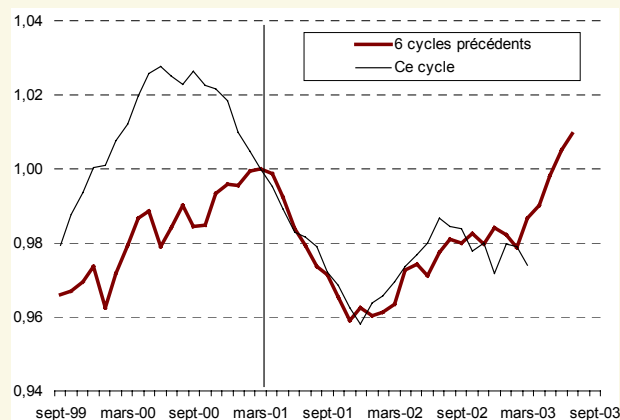
La production industrielle

Pour sa part, l'évolution de la production industrielle accuse un retard important comparativement aux cycles précédents.

En juxtaposant le sommet du cycle moyen à celui du cycle actuel, on note que ce dernier accuse un retard de 5 % par rapport à la moyenne des cycles précédents. Ce retard, d'environ 18 mois sur le cycle moyen, est observé en dépit d'une production accrue du secteur de l'automobile et de la dépréciation du dollar américain.

PRODUCTION INDUSTRIELLE

(statistiques normalisées au sommet du cycle économique, mars 2001 = 1)



Source : National Bureau of Economic Research.

Constat

En somme, l'économie américaine émerge plus lentement de son creux économique qu'au cours des cycles précédents et ne continue d'enregistrer une croissance de la production sans création d'emplois qu'en raison de gains significatifs de productivité et d'éléments financiers et fiscaux très favorables à la consommation.

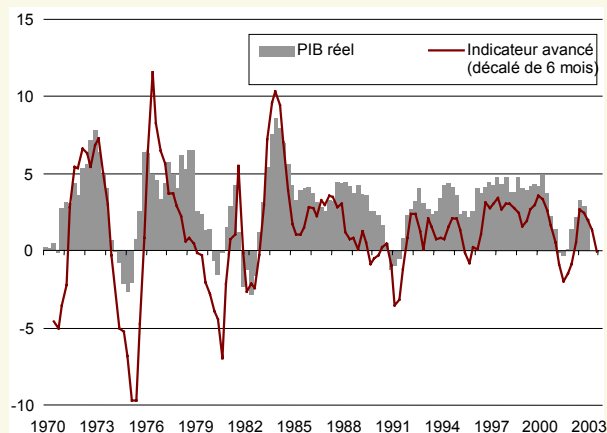
2

**Poursuite du ralentissement
en vue**

Les indices précurseurs annoncent une poursuite du ralentissement de l'économie au cours du premier semestre de 2003.

L'indicateur avancé

En mars 2003, l'indicateur avancé affichait un recul de 0,4 % annuellement. À ce stade, l'indicateur avancé annonce un ralentissement économique au cours des deux premiers trimestres de 2003.

PIB RÉEL ET INDICATEUR AVANCÉ
(variation annuelle en pourcentage)

Source : Global Insight.

Parmi les facteurs ayant le plus affecté l'indicateur avancé récemment, on compte l'évolution négative de la Bourse ainsi que la détérioration de l'emploi et de la confiance des ménages.

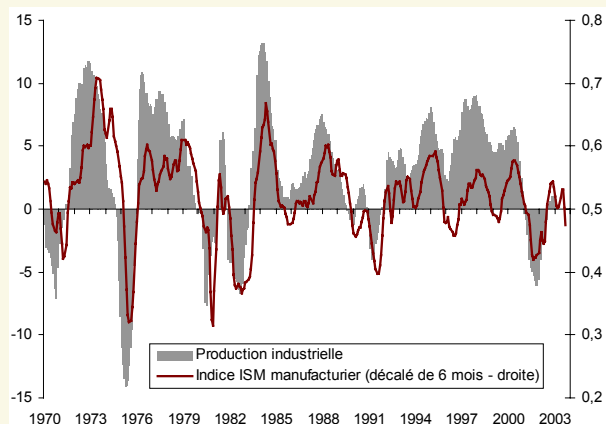
Au chapitre des emplois, 525 000 ont été perdus de février à avril 2003. Par ailleurs, les grandes entreprises américaines s'attendent, en 2003, à une performance économique inférieure à celle de l'an dernier. Ainsi, elles prévoient réduire de nouveau leurs effectifs dans les prochains mois.

L'indice ISM manufacturier

Au cours des trois dernières récessions, l'indice ISM¹ manufacturier a touché les 40 points. À 45 points en avril 2003, l'indice se rapproche du seuil critique signalant un recul prochain de la production industrielle.

PRODUCTION INDUSTRIELLE ET INDICE ISM MANUFACTURIER

(variation annuelle en pourcentage, indice)



Source : Global Insight.

Depuis décembre 2002, l'indice a perdu 10 points en raison principalement de la détérioration importante de la composante nouvelles commandes et du faible niveau de la composante emploi.

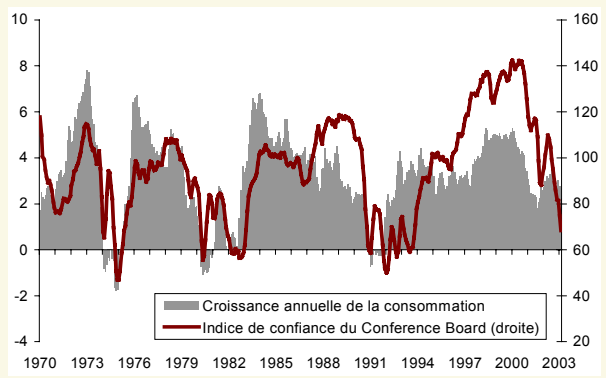
La confiance des ménages

Affectée par une dégradation du climat économique et géopolitique, la confiance des ménages a de nouveau chuté au début de 2003 à un niveau inférieur à celui observé en période de récession, ce qui annonce donc un éventuel recul de la consommation.

Plus récemment, en avril, la dissipation des incertitudes géopolitiques liées à la fin de la guerre en Irak a contribué au rebond de l'indice de confiance de 19,6 points portant son niveau à 81 points.

CONSOMMATION PERSONNELLE ET CONFIANCE DES MÉNAGES DU CONFERENCE BOARD

(indice, variation annuelle en pourcentage)



Source : Global Insight.

¹ Indice des directeurs d'achat pour le secteur manufacturier publié par l'Institute for Supply Management (ISM).

Cependant, ce regain de confiance ne pourra perdurer sans une amélioration significative des conditions économiques, qui à l'heure actuelle restent moroses.

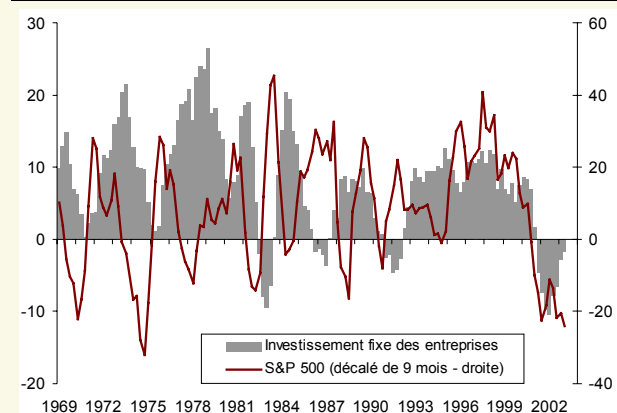
Rappelons que la fin de la guerre du Golfe en mars 1991 avait entraîné une remontée de 20 points de l'indice. Toutefois, la dégradation de la situation de l'emploi avait rapidement effacé le regain de confiance avec la perte moyenne de 112 000 emplois en avril et mai 1991.

La Bourse

Le récent repli annuel de la Bourse américaine n'est pas de bon augure pour l'investissement. En avril 2003, l'indice S&P 500 montrait un recul annuel de 20 % s'expliquant par le climat économique morose, la persistance des risques géopolitiques et la difficulté des entreprises à générer une croissance soutenue des profits.

De plus, l'actuelle évolution de la Bourse est le reflet d'une compression des marges bénéficiaires et d'une hausse du coût du capital qui rendent plusieurs projets d'investissements moins rentables.

INVESTISSEMENT FIXE DES ENTREPRISES ET S&P 500 (variation annuelle en pourcentage)



Source : Global Insight.

Historiquement, l'évolution annuelle de la Bourse devance de deux à trois trimestres celle de l'investissement. Ainsi, à moins d'un revirement important des indices boursiers, la croissance de l'investissement pourrait se faire attendre encore quelques trimestres.

3

Persistance des déséquilibres macroéconomiques

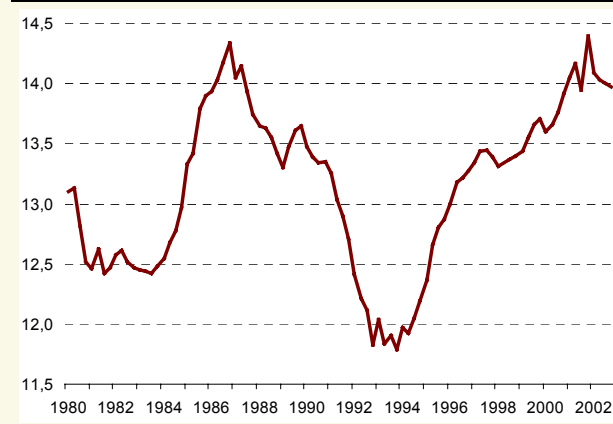
Plusieurs déséquilibres macroéconomiques tardent à se résorber, autant chez les consommateurs que chez les entreprises et le gouvernement.

Les consommateurs

Les consommateurs américains restent fortement endettés. À 14 % au quatrième trimestre de 2002, le service de la dette des ménages avoisine le sommet de 1986, et ce, en dépit de taux d'intérêt très inférieurs. En effet, alors que les fonds fédéraux s'établissaient, en moyenne, à 6,81 % en 1986, ils ne s'élèvent qu'à 1,25 % actuellement.

SERVICE DE LA DETTE DES MÉNAGES

(paiements d'intérêts sur la dette en pourcentage du revenu personnel disponible)



Source : Global Insight.

Les entreprises

La situation financière des entreprises américaines reste précaire. Bien qu'ayant diminué récemment, l'écart des taux d'intérêt entre les titres corporatifs (Baa) et ceux du gouvernement américain demeure élevé historiquement, à 289 pbs en avril 2003, ce qui rend plus coûteuse l'acquisition de capital fixe.

Cela provient d'une érosion importante des profits ainsi que d'un surinvestissement des dernières années qui ont entraîné un endettement élevé et alourdi la structure de coûts des sociétés.

En 2002, le niveau d'endettement en pourcentage des actifs s'élevait à 56 %, un record depuis 40 ans. De plus, les charges fixes représentent actuellement 26 % des ventes, soit le plus haut niveau observé depuis 15 ans.

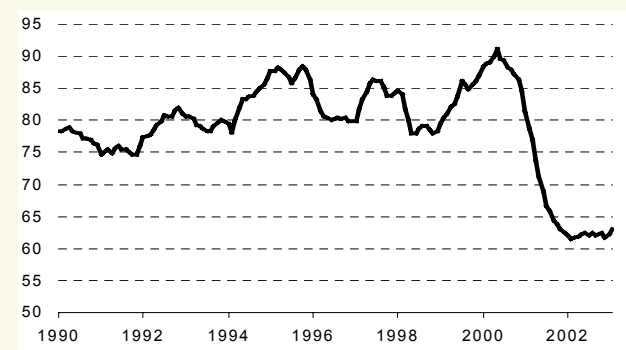
ÉCART ENTRE LES TAUX D'INTÉRÊT CORPORATIFS ET GOUVERNEMENTAUX (en pourcentage)



Source : Global Insight.

Par ailleurs, les capacités excédentaires restent élevées, surtout dans le secteur de la nouvelle économie où le taux se situait à 63,1 % en février 2003.

IMPORTANT EXCÉDENT DE PRODUCTION DANS LE SECTEUR DES NOUVELLES TECHNOLOGIES (taux d'utilisation en pourcentage)



Source : Global Insight.

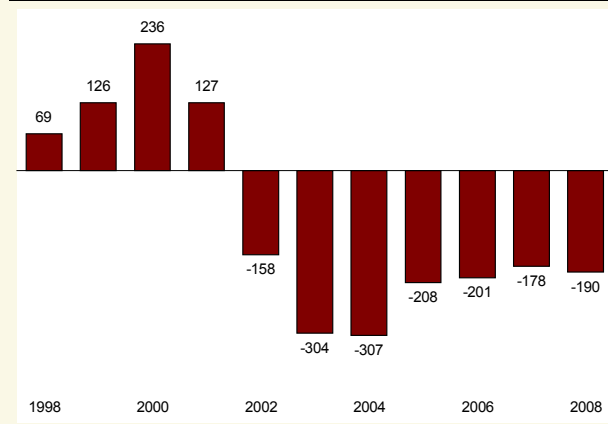
Pour l'ensemble du secteur industriel, le taux d'utilisation des capacités stagne à 75 % depuis l'automne 2001. Étant donné la faiblesse de la demande globale et leurs difficultés financières, les entreprises tardent à relancer leurs projets d'investissements.

Le gouvernement

Le pays est confronté à un double déficit, soit celui du compte courant et celui du solde budgétaire.

Dans son récent budget, l'administration Bush prévoit un retour durable au déficit budgétaire compte tenu, d'une part, des importantes baisses d'impôt consenties depuis 2001 et de l'actuel ralentissement économique qui réduisent les revenus, et, d'autre part, de la forte progression prévue des dépenses en santé et en défense.

BUDGET 2004 : RETOUR DES DÉFICITS (solde budgétaire unifié en milliards de dollars américains)



Source : Office of Management and Budget.

4

Révision à la baisse des perspectives économiques

Les experts ont révisé à la baisse leur prévision de croissance économique pour 2003 au cours des neuf derniers mois.

Entre juillet 2002 et avril 2003, les experts ont réduit la croissance du PIB réel anticipée en 2003 de 1,3 %, et porté ainsi le taux prévu à 2,3 %. Quant à l'année 2004, les perspectives sont révisées à la baisse de 0,1 % à 3,6 %.

5

Facteurs positifs pour la relance

La baisse récente des **prix du pétrole** devrait favoriser les ménages et les entreprises si elle s'avérait durable.

Depuis le 1^{er} mars, le cours du WTI au comptant a chuté de 10 \$, pour être porté à 25,80 \$ au 30 avril 2003. Les risques d'une interruption prolongée de la production pétrolière due à la guerre en Irak étaient à l'origine perçus comme élevés, mais la sécurisation des puits dès le début du conflit a fortement réduit la prime de risque qui y était associée.

BAISSE RÉCENTE DES PRIX DU PÉTROLE WTI
(\$ US, au comptant)



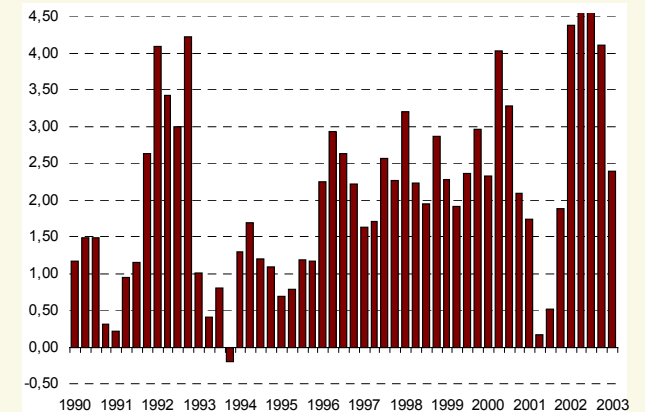
Source : Bloomberg.

Par ailleurs, afin de soutenir la demande, la Réserve fédérale devrait abaisser de nouveau son **taux directeur** de 50 pbs additionnels en raison de la dégradation du climat économique et géopolitique international, de la faiblesse des marchés financiers et des incertitudes croissantes entourant l'économie intérieure. Cette intervention porterait le taux des fonds fédéraux à 0,75 %.

Le **gouvernement fédéral américain** devrait également contribuer à soutenir la croissance économique par ses fortes dépenses en défense et en santé. De plus, le plan de stimulation économique approuvé par le Congrès devrait injecter 350 G\$ au cours des prochaines années. Ce plan prévoit notamment des baisses d'impôt significatives pour les ménages en 2004.

Enfin, à moyen terme, les gains de productivité et les importants stimuli fiscaux et monétaires devraient contribuer à un certain redressement de l'économie américaine.

PRODUCTIVITÉ PAR HEURE TRAVAILLÉE
(variation annuelle en pourcentage)



Source : Global Insight.

Produit par la Direction de la conjoncture internationale et financière avec la contribution d'Isabelle Poulin et d'Éric Pomerleau