

Perspectives économiques

Impossibles à contenir : les dépenses de consommation aux États-Unis pourraient s'améliorer

Thomas Feltmate, directeur et économiste principal | 416-944-5730
Shernette McLeod, économiste | 416-415-0413

17 octobre, 2024

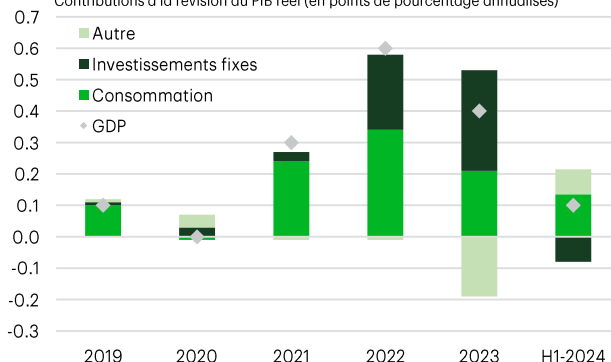
Faits saillants

- Le Bureau of Economic Analysis a récemment procédé aux révisions annuelles de référence de ses National Income & Product Accounts. Ces révisions ont montré un rythme plus soutenu de la croissance économique et des revenus au cours des dernières années, avec une amélioration notable du revenu personnel au premier semestre 2024.
- En conséquence, nous estimons désormais qu'il reste environ 350 milliards de dollars d'épargne excédentaire, contre 100 milliards de dollars précédemment.
- Ce coussin d'épargne plus important, associé à la révision à la hausse des revenus et au rapport sur l'emploi étonnamment solide de septembre, laisse entrevoir une certaine amélioration des perspectives en matière de dépenses de consommation, qui devraient désormais s'approcher de 2% en 2025.

Nous avons longtemps pensé que les dépenses de consommation étaient mûres pour au moins quelques trimestres de croissance inférieure à la moyenne. Mais nous avons repoussé sans cesse le moment fatidique, les consommateurs étant exceptionnellement résilients. Nos plus récentes [prévisions](#) supposaient que les dépenses allaient ralentir au cours du premier semestre de 2025, principalement en raison du ralentissement rapide du marché de l'emploi, de la tendance à la hausse des défauts de paiement des consommateurs et du recul de l'épargne des ménages à un creux jamais vu depuis de nombreuses années. Mais depuis, le contexte semble plus positif pour quelques raisons : le revenu personnel a été révisé à la hausse et révèle une plus grande réserve d'épargne excédentaire restante, tandis que le rapport sur l'emploi de

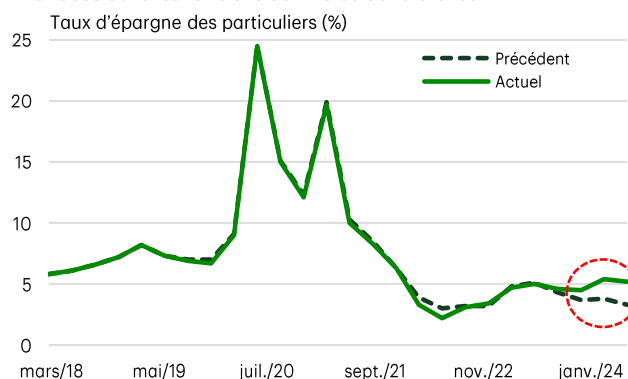
Graphique 1 : Les révisions de l'indice de référence laissent voir un accroissement de la croissance enregistrée après la pandémie

Contributions à la révision du PIB réel (en points de pourcentage annualisés)



Source : Bureau of Economic Analysis et Services économiques TD.

Graphique 2 : La tendance à la baisse du taux d'épargne a été effacée dans les révisions de l'indice de référence



Source : Bureau of Economic Analysis et Services économiques TD.

septembre suggère que les fortes hausses de revenu se sont poursuivies au cours du troisième trimestre. Même si les dépenses de consommation devraient encore reculer par rapport à leur rythme effréné de plus de 3 % (taux annualisé) au cours du troisième trimestre, nous prévoyons maintenant une croissance des dépenses plus près des 2 % en 2025.

Les révisions de l'indice de référence confirment la solide santé financière des ménages

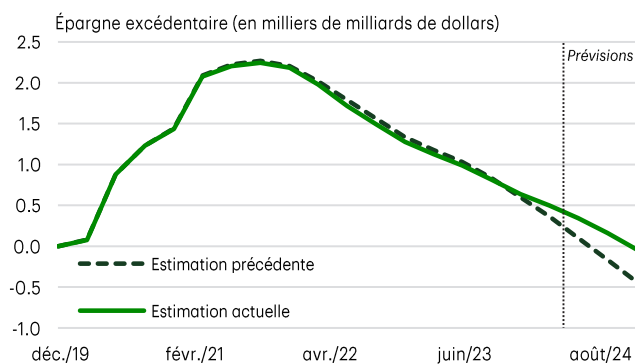
Depuis la parution de nos dernières prévisions, le Bureau of Economic Analysis a publié les révisions annuelles complètes de ses comptes nationaux des revenus et de la production. Dans l'ensemble, les révisions ont montré que la croissance économique aux États-Unis a été plus élevée que ce qui avait été rapporté, la croissance annuelle du PIB entre 2021 et 2023 ayant été revue à la hausse de 0,5 point de pourcentage, portant le taux de croissance annuel moyen à 2,7 %. Cette révision est en grande partie attribuable à l'accélération des dépenses intérieures, en particulier les dépenses de consommation et les investissements des entreprises (figure 1).

Le revenu intérieur brut (le RIB, une autre mesure de la production économique) réel a été révisé à la hausse de façon encore plus importante, la croissance moyenne étant passée de 1,3 % à 2,2 % entre 2021 et 2023. La révision a été encore plus marquée pour le premier semestre de 2024, le RIB du premier trimestre ayant été révisé pour passer d'un taux trimestriel annualisé de 1,3 % à 3,0 % et de 1,3 % à 3,4 % pour le deuxième

trimestre. Cette vigueur accrue est en grande partie attribuable à l'amélioration de la rémunération des employés, qui est maintenant supérieure d'environ 200 milliards de dollars aux estimations précédentes, ce qui a fait passer la croissance du revenu réel disponible d'un taux d'expansion annualisé relativement faible de 1,1 % au cours du premier semestre de 2024 à 4,2 %. Comme les révisions des revenus de 2024 ont été beaucoup plus importantes que celles des dépenses de consommation, le taux d'épargne des ménages a été fortement révisé à la hausse, passant de 3,3 % à 5,2 % au deuxième trimestre. Même si l'ensemble révisé montre toujours une tendance à la baisse du taux d'épargne, la pente est beaucoup moins prononcée que ce qui avait été rapporté (figure 2).

Les révisions des revenus ont également entraîné une révision à la hausse de notre estimation de l'épargne excédentaire, qui semble maintenant être près de 350 milliards de dollars au deuxième trimestre de 2024, en hausse par rapport à notre estimation précédente de 100 milliards de dollars (figure 3). Lorsqu'on s'appuie sur les liquidités disponibles des ménages, la plupart de l'épargne excédentaire (plus de 60 %) est détenue par les ménages qui se situent dans la tranche supérieure de 10 % de la répartition de la richesse, et très peu (moins de 5 %) reste entre les mains des ménages qui se situent dans la tranche inférieure de 50 % (figure 4), lesquels ont tendance à dépenser une part plus importante de leur revenu, ce qui pourrait signifier que la diminution restante de l'épargne excédentaire se produit plus lentement que par le passé ou peut-être qu'elle ne diminue pas du

Graphique 3 : Les révisions se traduisent par une estimation plus élevée de l'épargne excédentaire



Source : Bureau of Economic Analysis et Services économiques TD.

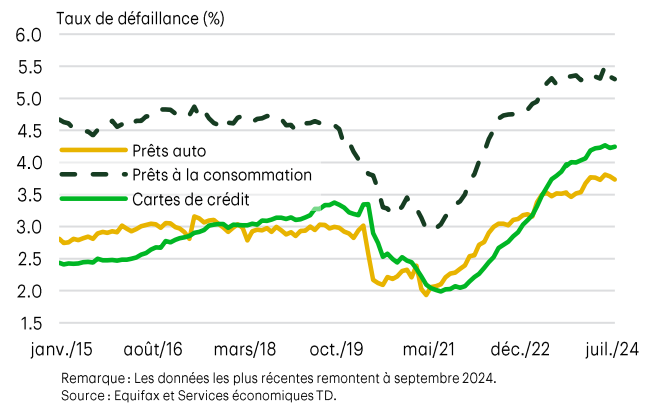
tout. Quoi qu'il en soit, il serait négligent de notre part de ne pas au moins souligner la révision comme un éventuel facteur favorable aux dépenses au cours des prochains trimestres.

La forte hausse de l'emploi contribue à l'augmentation des dépenses de consommation

Qui plus est, la croissance de la rémunération des employés devrait s'accélérer au-delà du rythme annualisé déjà vigoureux de 6% observé au cours du deuxième trimestre, ce qui s'explique par une combinaison de fortes augmentations salariales et d'une hausse de la création d'emplois. Bien que l'envolée de la création d'emplois en septembre soit susceptible de surestimer le degré de vigueur qui persiste sur le marché de l'emploi, l'atténuation de la volatilité récente montre toujours que l'économie a créé 186 000 emplois par mois au cours des trois derniers mois, en hausse par rapport à la moyenne mensuelle de 147 000 emplois au cours du deuxième trimestre.

Plus que les révisions de l'épargne, cette envolée de la création d'emplois présente un risque de hausse pour nos prévisions de dépenses actuelles. En effet, il y aura certaines distorsions à court terme dans les données des dépenses du quatrième trimestre en grande partie en raison des effets dévastateurs des ouragans Helene et Milton, ce qui fait qu'il sera très difficile d'établir une tendance mensuelle avec un certain degré de confiance. Cependant, il semble maintenant plus probable qu'une fois que ces répercussions seront chose du passé, les dépenses de consommation

Graphique 5 : Les taux de défaillance des prêts à la consommation se stabilisent au-dessus de leurs niveaux d'avant la pandémie

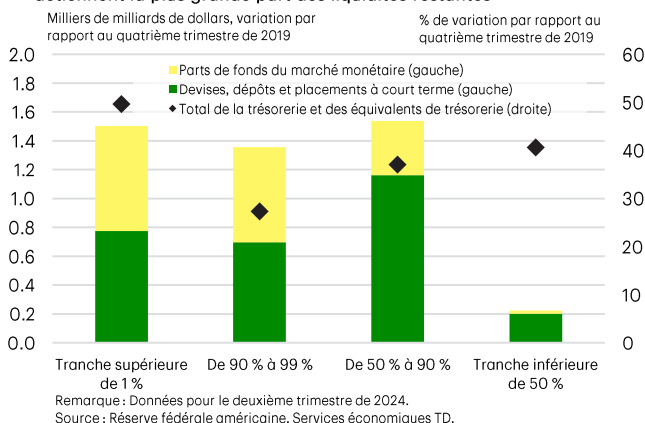


continueront d'augmenter près des 2% pendant toute l'année 2025, contrairement aux quelques trimestres de croissance des dépenses inférieure à 2% que nous entrevoyions précédemment.

Il est peu probable que l'augmentation des dépenses efface les progrès réalisés en ce qui a trait à l'inflation

Du point de vue de l'inflation, il est peu probable que la hausse modeste des dépenses représente un risque important en ce qui a trait aux perspectives en matière d'inflation. Pour commencer, la vigueur accrue des dépenses devrait provenir en grande partie des secteurs des dépenses discrétionnaires comme les biens durables (à l'exception des automobiles), les services récréatifs et les services de restauration/voyages, où nous avons déjà supposé que la majeure partie du ralentissement serait concentrée. Toutefois, les pressions sur les prix dans la plupart de ces catégories discrétionnaires sont déjà revenues à leurs taux de croissance respectifs d'avant la pandémie ou sont en deçà de ces taux, ce qui donne à penser qu'une hausse modeste des dépenses est peu susceptible de faire augmenter de façon considérable le taux d'inflation. Qui plus est, les catégories de services discrétionnaires où la hausse est la plus élevée ne représentent qu'un peu plus de 13% de l'inflation de base selon les DPC. Par conséquent, même si les prix bondissaient de plus de 1% (taux annualisé), cette hausse n'ajouterait qu'un peu plus d'un dixième de point de pourcentage à la mesure de l'inflation privilégiée par la Réserve fédérale américaine.

Graphique 4 : Les groupes dont les revenus sont élevés détiennent la plus grande part des liquidités restantes



Les défauts de paiement ont peut-être atteint un sommet

À ce stade, ce qui se passe du côté des taux de défaillance demeure imprévisible. De toute évidence, certains emprunteurs ont subi des pressions, comme en témoignent les défauts de paiement de la plupart des produits de crédit à la consommation, qui dépassent maintenant les niveaux d'avant la pandémie (figure 5). Nous soupçonnons qu'une grande partie de cette situation est attribuable à l'« inflation des cotes de crédit » qui s'est produite durant la pandémie et qui a rendu disponible davantage de crédit aux emprunteurs, ce qui a probablement entraîné une certaine surutilisation. Le problème a été particulièrement aigu pour certains emprunteurs à faible revenu, qui ont le plus profité des programmes de prorogation de prêts durant la pandémie, qui ont mené au phénomène d'« inflation » des cotes de crédit. Ces emprunteurs ont également été les plus vulnérables durant le récent épisode de hausse de l'inflation et parmi les premiers à utiliser leur épargne excédentaire. Par conséquent, les taux de défaillance dans ce sous-groupe ont enregistré leurs plus fortes hausses au cours des dernières années et ont fortement contribué à la hausse de l'ensemble des mesures. Toutefois, compte tenu du cycle d'assouplissement en

cours de la Réserve fédérale américaine, du marché de l'emploi qui semble toujours vigoureux et des prix des biens comme les automobiles et les objets essentiels qui descendent, les défauts de paiement des consommateurs devraient bientôt atteindre leur niveau maximum.

En résumé : le réservoir des consommateurs n'est peut-être pas encore à sec

Somme toute, les révisions apportées récemment aux comptes des revenus et des dépenses révèlent que le réservoir des consommateurs pourrait en fait être moins vide que prévu, ce qui a entraîné une révision à la hausse non seulement de notre estimation de l'épargne excédentaire, mais aussi de nos prévisions en matière de dépenses de consommation. Bien que la hausse des taux de défaillance des consommateurs pourrait ralentir les dépenses, nous soupçonnons que les forces sont déjà en place pour entraîner une stabilisation à court terme. Mais si ce n'était pas le cas, nous pourrions encore revoir nos prévisions en ce qui a trait aux dépenses de consommation. Pour le moment toutefois, le marché de l'emploi demeure vigoureux et continue de soutenir des gains continus en matière de revenus, ce qui, conjugué à l'important coussin d'épargne, devrait contribuer à maintenir les dépenses autour de 2% au cours de la prochaine année.

Avis de non-responsabilité

Le présent rapport est fourni par les Services économiques TD. Il est produit à des fins informatives et éducatives seulement à la date de rédaction, et peut ne pas convenir à d'autres fins. Les points de vue et les opinions qui y sont exprimés peuvent changer en tout temps selon les conditions du marché ou autres, et les prévisions peuvent ne pas se réaliser. Ce rapport ne doit pas servir de source de conseils ou de recommandations de placement, ne constitue pas une sollicitation d'achat ou de vente de titres, et ne doit pas être considéré comme une source de conseils juridiques, fiscaux ou de placement précis. Il ne vise pas à communiquer des renseignements importants sur les affaires du Groupe Banque TD, et les membres des Services économiques TD ne sont pas des porte-parole du Groupe Banque TD en ce qui concerne les affaires de celui-ci. L'information contenue dans ce rapport provient de sources jugées fiables, mais son exactitude et son exhaustivité ne sont pas garanties. De plus, ce rapport contient des analyses et des opinions portant sur l'économie, notamment au sujet du rendement économique et financier à venir. Par ailleurs, ces analyses et opinions reposent sur certaines hypothèses et d'autres facteurs, et sont sujettes à des risques et à des incertitudes intrinsèques. Les résultats réels pourraient être très différents. La Banque Toronto-Dominion ainsi que ses sociétés affiliées et entités apparentées qui constituent le Groupe Banque TD ne peuvent être tenues responsables des erreurs ou omissions qui pourraient contenir l'information, les analyses ou les opinions comprises dans ce rapport, ni des pertes ou dommages subis.