

Les Etats-Unis au bord de la falaise



ERIC BOURGUIGNON,
directeur général
délégué de Swiss Life
Asset Management

Si les Etats-Unis ont fini par trouver un accord in extremis sur leur déficit fiscal, les problèmes de fond ne sont pour autant pas réglés.

Le 1^{er} janvier à 23 heures (4 heures GMT), la Chambre des représentants a décidé d'adopter, par 257 voix contre 167, une loi qui permettra aux Etats-Unis d'éviter le choc fiscal que l'absence d'accord entre les Républicains et le président Obama sur le «fiscal cliff», littéralement falaise fiscale, n'aurait pas manqué de provoquer.

Ce vote, intervenu dans la foulée de celui du Sénat durant la nuit de la Saint-Sylvestre, constitue un compromis sur

la stratégie à suivre pour réduire le déficit public du pays. Comme beaucoup de compromis, il n'est pas vraiment satisfaisant. Il est notamment loin de résoudre de façon durable les problèmes de déficits et de dettes auxquels la première économie mondiale est confrontée. Il reporte à plus tard les décisions essentielles. Il n'est qu'une première étape dans un processus qui verra Républicains et Démocrates encore violemment s'affronter.

Si l'Amérique n'est donc pas tombée de la falaise, elle continue de longer le chemin qui la borde. Du haut de la falaise, «*Là, tout est comme un rêve*», clamait Victor Hugo. Mais nous verrons qu'il faudra beaucoup de doigté aux dirigeants américains pour que ce rêve ne finisse pas par se transformer en cauchemar.

■ Une décennie de fuite en avant budgétaire

Le psychodrame que vivent actuellement les Etats-Unis résulte de la fuite en avant budgétaire entamée sous l'ère Bush, et poursuivie depuis l'arrivée de Barack Obama aux affaires.

Quand Bill Clinton quitte le pouvoir, il laisse en effet un excédent budgétaire confortable, que son successeur commence à dilapider dans des opérations militaires coûteuses en Afghanistan, puis en Irak.

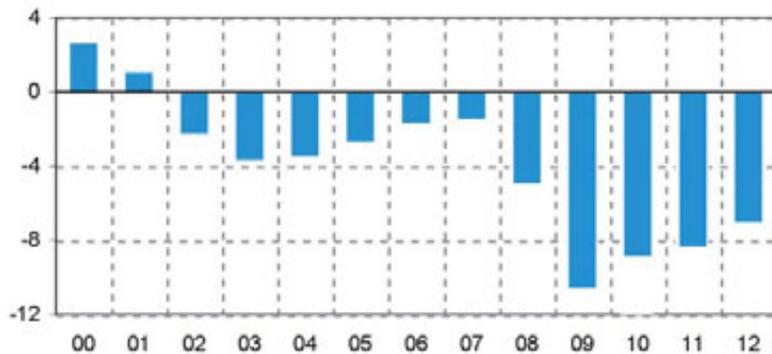
La chute des recettes fiscales engendrée par l'éclatement de la bulle internet en 2002 et de la bulle immobilière en 2007, précipite les comptes publics dans le rouge. Les baisses d'impôts décidées par l'administration Bush à partir de 2008, et maintenues après son départ, finissent d'ébranler la situation financière du pays (cf. graphique sur le déficit budgétaire des Etats-Unis).

Cette accumulation de déficits abyssaux trouve, bien sûr, son pendant dans l'envolée impressionnante de la dette publique américaine sur la même période (cf. graphique sur la dette publique américaine). En dix ans, celle-ci a en effet bondi de 5 700 à 16 400 milliards de dollars (soit 4 276 à 12 304 milliards d'euros), autrement dit de 60 à 108 % du produit intérieur brut, une performance que, plus près de nos frontières, seul le Portugal est parvenu à égaler, et que seule la Grèce est parvenue à dépasser...

■ Le Budget Control Act de 2011

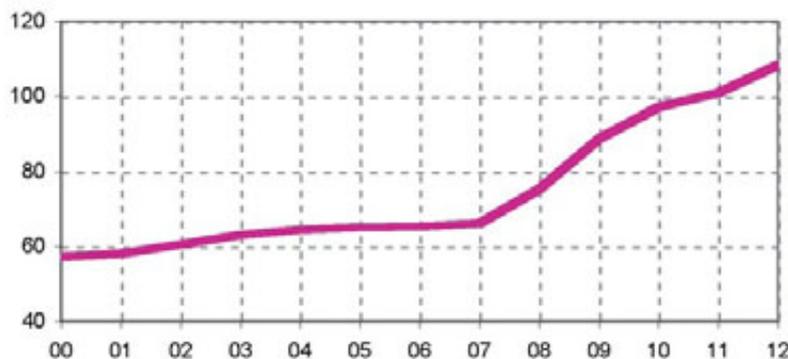
Sur les deux dernières années, les problèmes budgétaires ont été au centre des discussions entre Démocrates et Républicains. Ces discussions ont pris un tour particulièrement dramatique au cours de l'été 2011, car la dette

Déficit budgétaire des Etats-Unis (% PIB)



Source: Bloomberg/SLAM

Dette publique américaine (% PIB)



Source: Bloomberg/SLAM

Source : Congressional Budget Office

Le Budget Control Act en chiffres		
Changements des politiques de revenus		
	en Md\$	% du PIB
Non renouvellement d'exonérations de taxes programmées pour expirer au 31/12/2012 (baisses d'impôts adoptées par G Bush et maintenues par B.Obama)	221	1,46%
Non renouvellement des baisses de charges sociales	95	0,63%
Autres expirations de réductions de d'impôts et taxes	65	0,43%
Taxes incluses dans l'Affordable Care Act	18	0,12%
Sous-total	399	2,64%
Changements des politiques de dépenses		
Coupes automatiques de dépenses prévues par le Budget Control Act	65	0,43%
Suppression des allocations de chômage d'urgence	26	0,17%
Baisse des tarifs des médecins participant à Medicare	11	0,07%
Sous-total	103	0,68%
Autres changements dans les revenus et les dépenses	105	0,70%
Total	607	4,02%

publique venant de dépasser le plafond de 14 294 milliards de dollars (10 723 milliards d'euros) que lui autorisait le Congrès, les Etats-Unis risquaient purement et simplement de se retrouver en situation de défaut de paiement – les Etats-Unis sont, en effet, un des seuls pays à encadrer la taille de sa dette par la loi. Il fallait donc trouver d'urgence un accord capable de satisfaire les parties en présence.

Malgré la gravité de la situation, les négociations ont abouti à une impasse. Les propositions de hausse d'impôts avancées par le président Obama ont été jugées inacceptables par le camp républicain, tout comme les coupes massives dans les dépenses publiques exigées par les Républicains l'étaient pour leurs adversaires.

Les protagonistes se sont toutefois entendus pour relever le plafond de la dette du pays, comme ils l'avaient d'ailleurs déjà fait 74 fois depuis 1960, personne ne voulant prendre la responsabilité de conduire le pays à la banqueroute.

Ils ont, par ailleurs, adopté une loi, le *Budget Control Act* du 2 août 2011, qui leur donnait jusqu'au 31 décembre 2012 pour entériner un plan de long terme de redressement des finances publiques. Cette loi prévoyait que, faute d'accord, des réductions de dépenses et des relèvements d'impôts devaient être automatiquement opérés dès 2013 dans le budget de l'Etat, quelles qu'en soient les conséquences sur le plan économique et social (cf. *tableau sur le Budget Control Act en chiffres*).

Or ces conséquences pouvaient, à n'en pas douter, s'avérer catastrophiques. Selon les estimations du CBO (*Congressional Budget Office*, bureau du Budget du Congrès), ces mesures étaient susceptibles d'engendrer un choc fiscal, la fameuse falaise, de plus de 600 milliards de dollars (450 milliards d'euros), représentant environ 4 % du produit intérieur brut des Etats-Unis !

Toujours selon le CBO, 3,4 millions de personnes pouvaient alors

perdre leur emploi. L'agence de notation Standard & Poor's n'a pas tardé à réagir à l'échec des négociations au sommet de l'Etat. Dès le 5 août, elle abaissait la note attribuée à la dette publique à long terme des Etats-Unis tout en assortissant cette note d'une perspective négative.

« Bis repetita placent »

Bien décidé à imposer ses vues après avoir été facilement réélu en novembre dernier, le président Obama a immédiatement rouvert le débat budgétaire, alors que le couperet du 31 décembre 2012 commençait à se rapprocher dangereusement.

Les discussions ont cependant très vite tourné court, comme elles l'avaient fait durant l'été 2011, l'intransigeance du président n'ayant d'égale que la détermination du républicain John Boehner, président de la Chambre des représentants, à défendre ses positions (cf. *tableau sur le plan décennal de consolidation budgétaire*). Comme il l'avait promis durant sa campagne électorale, Barack Obama souhaitait proroger les réductions d'impôts entreprises sous le gouvernement Bush, mais en excluant du périmètre les plus gros revenus situés dans la frange des ménages disposant de plus de 250 000 dollars (187 550 euros) de rémunération annuelle.

Comme ils l'avaient également fait l'année précédente, les républicains excluaient toute augmentation de la pression fiscale et exigeaient, de surcroît, une refonte drastique des programmes sociaux (*Social Security*, régime général des retraites, *Medicare*, système de santé des personnes âgées, et *Medicaid*, programme d'assurance-maladie dédié aux familles à faibles ressources) censée générer 1 050 milliards de dollars (788 milliards d'euros) d'économies sur dix ans.

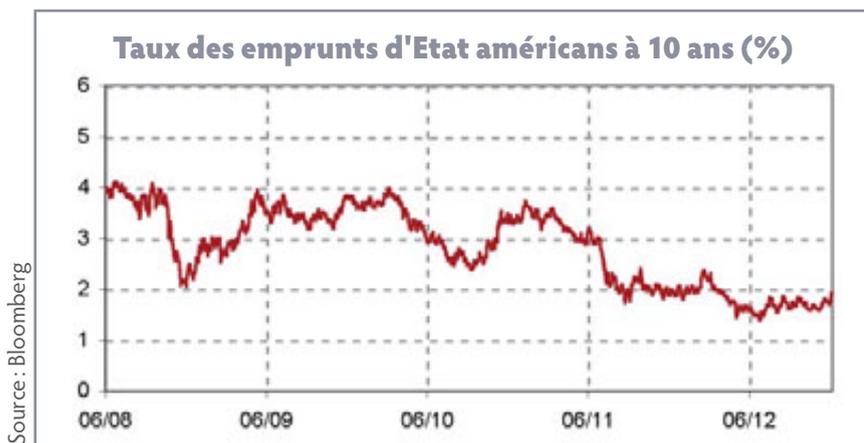
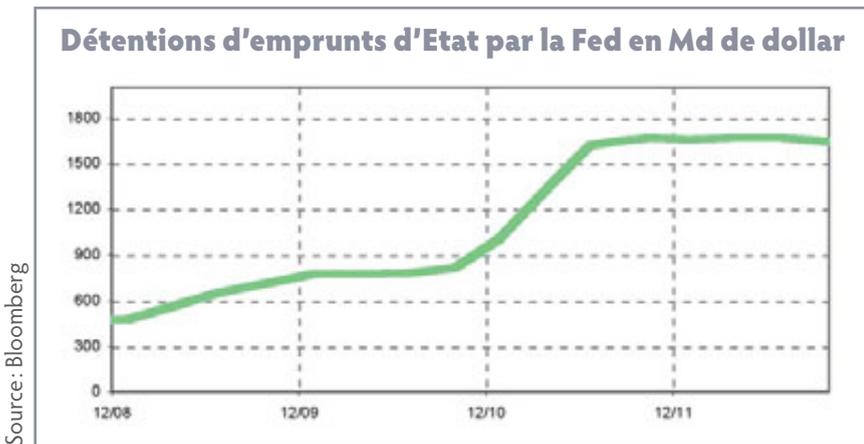
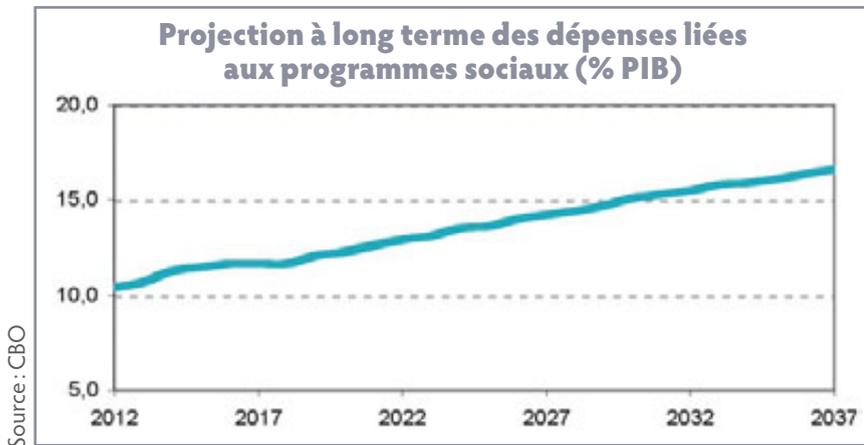
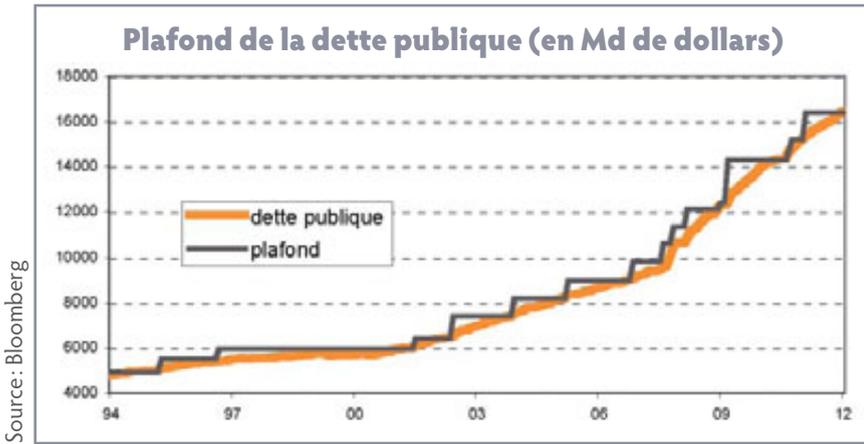
Après avoir longtemps refusé toute concession, les négociateurs ont fini par entamer un processus de rapprochement de leurs positions. Ce processus a bien failli ne pas aboutir. Ce n'est, en effet, que dans les dernières heures de 2012 et les premières de 2013 que les « belligérants » ont accepté un compromis dont le principal mérite aura été d'éviter au pays de tomber – provisoirement – du haut de la falaise fiscale, et donc de plonger en récession, comme il a déjà été dit. >>>

Comme il l'avait promis durant sa campagne électorale, Barack Obama souhaitait proroger les réductions d'impôts entreprises sous le gouvernement Bush, mais en excluant du périmètre les plus gros revenus situés dans la frange des ménages disposant de plus de 250 000 dollars (soit 187 550 euros) de rémunération annuelle.

Plan décennal de consolidation budgétaire		
Mesures proposées (mds de dollars)	Plan Obama	Plan Boehner
Hausse des recettes fiscales	1 550	850**
Baisse des dépenses discrétionnaires	250	300
Réforme des programmes sociaux	350	1 050
stimulus pour 2013	-425	
Total	1 725	2 200

** dont suppression d'impôts sur les dons aux associations et les intérêts d'emprunts

Source : Natixis/Washington Post/SLAM



■ Un mauvais accord

La loi adoptée au tournant de l'année est centrée sur les exonérations d'impôts de l'ère Bush, qui ont finalement été reconduites pour les ménages dont le revenu est inférieur à 450 000 dollars (337 580 euros). Pour ceux disposants de revenus supérieurs, le taux d'imposition passe de 35 à 39,6%, et l'impôt sur les plus-values et les dividendes est relevé de 15 à 20%.

Cette loi proroge d'un an la mesure instituant une baisse des tarifs des médecins qui participent au programme *Medicare*, et maintient le système d'assurance-chômage de longue durée pour également une année. Elle reporte, en outre, de deux mois les coupes automatiques de dépenses prévues par le *Budget Control Act*.

Si le dispositif permet à 98% des Américains de ne pas subir d'augmentation d'impôts et aux 2 millions de chômeurs de longue durée de bénéficier, pour au moins un an encore, de leurs allocations, il n'en constitue pas moins un pis-aller qui ne s'attaque pas aux véritables problèmes de fond.

En effet, il ne comporte pas de réforme des programmes sociaux qui représentent pourtant environ 60% du budget. Il ne règle pas la question du relèvement du plafond de la dette qui a de nouveau officiellement été atteint en toute fin d'année (cf. graphique sur le plafond de la dette publique). Il n'écarte donc pas le piège de la falaise fiscale qui reste menaçant pour au moins deux mois encore. Au total, l'accord n'est pas satisfaisant pour le président Obama qui a dû renoncer à réduire de 3 000 milliards de dollars (2 250 milliards d'euros) les déficits publics sur dix ans, comme il s'y était engagé au lendemain de son élection. Il constitue une véritable humiliation pour les Républicains qui ont été contraints d'accepter un relèvement de plus de 600 milliards (450 milliards d'euros) de recettes fiscales sur dix ans, quelques jours à peine après l'avoir rejeté. Il augure donc d'une relance très rapide des hostilités entre Démocrates et Républicains d'ici la fin février, d'autant plus que ces derniers auront à cœur de faire oublier l'affront qu'ils viennent de subir.

Dans ce contexte, le risque est grand pour les Etats-Unis de voir une nouvelle fois leur notation long terme dégradée par Standard & Poor's qui considère, à juste titre, que l'accord « fait peu pour ramener les finances publiques à moyen terme sur une trajectoire plus soutenable ».

■ Les inquiétantes projections du CBO

Pour bien mesurer l'impact de la loi du 1^{er} janvier et les enjeux des discussions à venir, rappelons que selon le CBO (*Congressional Budget Office*), 3 900 milliards de dollars (2 925 milliards d'euros) ont été rajoutés au déficit public sur les dix prochaines années par rapport au scénario de base reposant sur l'hypothèse d'une législation inchangée.

La loi n'a en fait permis d'économiser que 1 000 milliards de dollars (750 milliards d'euros) sur dix ans, et la seule mesure d'économie qu'elle comporte revient à relever l'impôt des Américains les plus fortunés de 50 milliards (37 milliards d'euros) en 2013, et de 1 000 milliards sur la prochaine décennie.

En renonçant à réformer les programmes sociaux, elle oublie de s'attaquer à l'essentiel. Les projections du CBO

sont à cet égard très éclairantes (cf. graphique sur la projection à long terme des dépenses liées aux programmes sociaux). Elles montrent que ce renoncement conduira à une envolée insoutenable des dépenses sociales qui atteindront 13% du PIB en 2022 et 16,6% dans vingt-cinq ans, contre 10,5% aujourd'hui.

Il est donc évident que le problème budgétaire américain reste aujourd'hui entier. Le résoudre est pourtant un enjeu crucial, car il n'existe pas d'autres voies pour arrêter la spirale infernale de l'endettement du pays.

Pour espérer stabiliser leur dette publique, les Etats-Unis devront parvenir à dégager un excédent primaire de leurs comptes publics au cours des dix prochaines années, ce qui signifie que les dépenses de l'Etat, nettes des intérêts de la dette, devront être inférieures à ses ressources. Pour atteindre ce résultat, le déficit public devra être ramené de 7 à 3% du PIB sur la période, autrement dit être réduit de 4 000 milliards de dollars (3 000 milliards d'euros). La tâche s'annonce cependant particulièrement rude. L'évolution démographique entraîne effectivement un accroissement inéluctable des dépenses de santé et de retraite. Certaines dépenses sont quasiment incompressibles, comme la charge de la dette qui les alourdit de plus de 200 milliards de dollars (150 milliards d'euros) par an, et beaucoup de dépenses échappent même au contrôle du législateur.

La classe moyenne qui n'a pas, jusqu'alors, été mise à contribution ne sera pas épargnée dans les années qui viennent : c'est une certitude ! Nul redressement crédible des comptes n'est envisageable en dehors de cette hypothèse.

Mais le redressement rapide de la situation financière des Etats-Unis est également rendu nécessaire, car d'autres périls menacent son économie, d'autres falaises surgissent à l'horizon, à commencer par la falaise monétaire dont les parois sont tout aussi escarpées que les parois de la falaise fiscale.

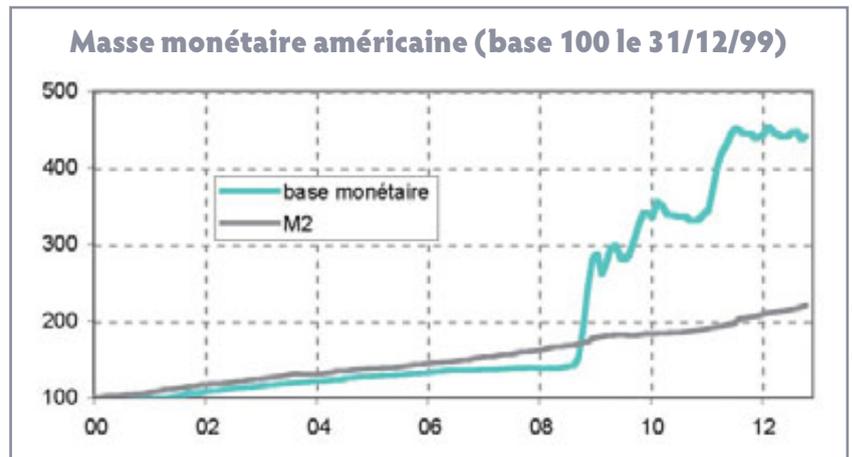
■ La falaise monétaire

Il peut sembler surprenant que l'Amérique n'ait pas encore éprouvé le besoin d'entamer un processus sérieux de redressement de ses comptes publics et semble peu pressée de le faire, alors que les Européens s'y sont attelés, certes dans la douleur, depuis maintenant trois ans.

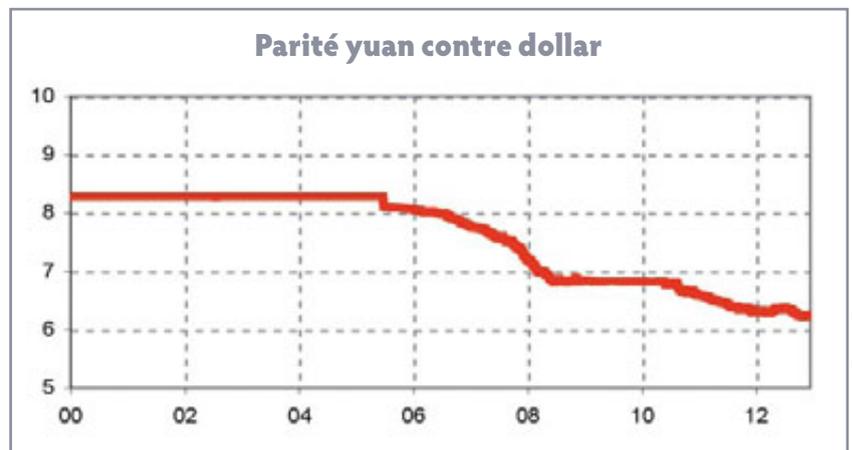
Le laxisme budgétaire dont fait preuve l'Oncle Sam n'a pourtant rien d'étonnant. Il résulte de la facilité avec laquelle l'Etat a pu jusqu'à présent se financer auprès de la Banque centrale américaine, d'une part, et auprès de pays étrangers, notamment asiatiques, d'autre part.

Dès 2009, la Banque centrale, la Fed, a en effet accepté de monétiser la dette publique américaine, et donc de « faire tourner la planche à billets » pour acquérir des emprunts d'Etat (cf. graphique sur les détentions d'emprunts d'Etat par la Fed).

Grâce à ce soutien, l'Etat est sûr de trouver les ressources dont il a besoin pour financer son train de vie, des ressources par ailleurs peu coûteuses, puisque les programmes successifs de *quantitative easing* adoptés par la Banque centrale, ont permis de maintenir les taux d'intérêt à des niveaux artificiellement bas (cf. graphique sur les taux des emprunts d'Etat américains à 10 ans).



Source : Bloomberg



Source : Bloomberg

Ce recours immodéré à la monétisation des dettes publiques n'est cependant pas sans risque. Il s'est d'abord traduit par un accroissement sans précédent du bilan de la Fed qui pourrait, à terme, gravement nuire à sa crédibilité.

Il s'est ensuite accompagné d'une création monétaire effrénée qui pourrait relancer l'inflation si elle devait se poursuivre (cf. graphique sur la masse monétaire américaine). Certes, le danger inflationniste n'est pas immédiat car, pour l'essentiel, la monnaie créée par la Banque centrale (dite monnaie de base) reste confinée au sein du système bancaire et le restera tant que le crédit ne reparaitra pas franchement. Mais toutes les conditions sont réunies pour que la masse monétaire (mesurée par l'agrégat M2), qui elle circule dans l'économie, s'envole au premier signe de reprise du crédit.

En conséquence, la Fed devra tôt ou tard « reprendre » ce qu'elle a donné, c'est-à-dire essayer « d'éponger » la quantité inouïe de monnaie qu'elle a injectée. Le risque de falaise fiscale pourrait dès lors se conjuguer à un véritable risque de falaise monétaire.

En effet, l'Etat perdrait dans ce scénario une de ses principales sources de financement, et le coût de ses ressources pourrait s'alourdir significativement. Le resserrement de politique monétaire opéré par la Fed entraînerait une remontée des taux d'intérêts qui serait très préjudiciable à l'activité économique, et donc aux rentrées fiscales.

Les dernières minutes de la Fed sont, de ce point de vue, peu rassurantes. Le FOMC (*Federal Open Market* >>>

Le laxisme budgétaire dont fait preuve l'Oncle Sam n'a pourtant rien d'étonnant. Il résulte de la facilité avec laquelle l'Etat a pu jusqu'à présent se financer auprès de la Banque centrale américaine, d'une part, et auprès de pays étrangers, notamment asiatiques, d'autre part.

Devenue en un temps record l'atelier du monde, la Chine enregistre des excédents commerciaux colossaux qui exercent une pression continue à la hausse du yuan, car ses exportateurs convertissent les devises qu'ils reçoivent de leurs clients en monnaie nationale sur le marché des changes.

»»» *Committee*, l'organe chargé de définir la politique monétaire) a certes confirmé qu'il allait entamer un nouveau cycle d'achat de 45 milliards (soit 34 milliards d'euros) de bons du Trésor par mois.

Mais il a également annoncé que cette politique pourrait être revue si le taux de chômage passait sous le seuil des 6,5 % de la population active, ce qui pourrait arriver plus rapidement que les marchés ne l'anticipent, compte tenu de l'amélioration récente de la situation de l'emploi aux Etats-Unis.

■ La falaise extérieure

Une autre source importante de financement du Trésor américain menace également de se tarir. Il s'agit du financement extérieur que les politiques poursuivies par certains grands pays pour essayer de contrôler leur taux de change ont grandement facilité jusqu'à présent.

La politique de change menée par la Chine depuis plus de dix ans en fournit l'illustration éclatante (cf. graphique sur la parité yuan contre dollar page précédente).

Devenue en un temps record l'atelier du monde, la Chine enregistre des excédents commerciaux colossaux qui exercent une pression continue à la hausse du yuan, car ses exportateurs convertissent les devises qu'ils reçoivent de leurs clients en monnaie nationale sur le marché des changes.

Pour tenter de freiner l'appréciation de leur devise et de préserver la compétitivité de leur économie, les autorités chinoises ont donc choisi d'intervenir massivement

sur ce marché, et plus particulièrement sur la parité dollar/yuan, en raison de la part que représentent les Etats-Unis dans leur commerce extérieur.

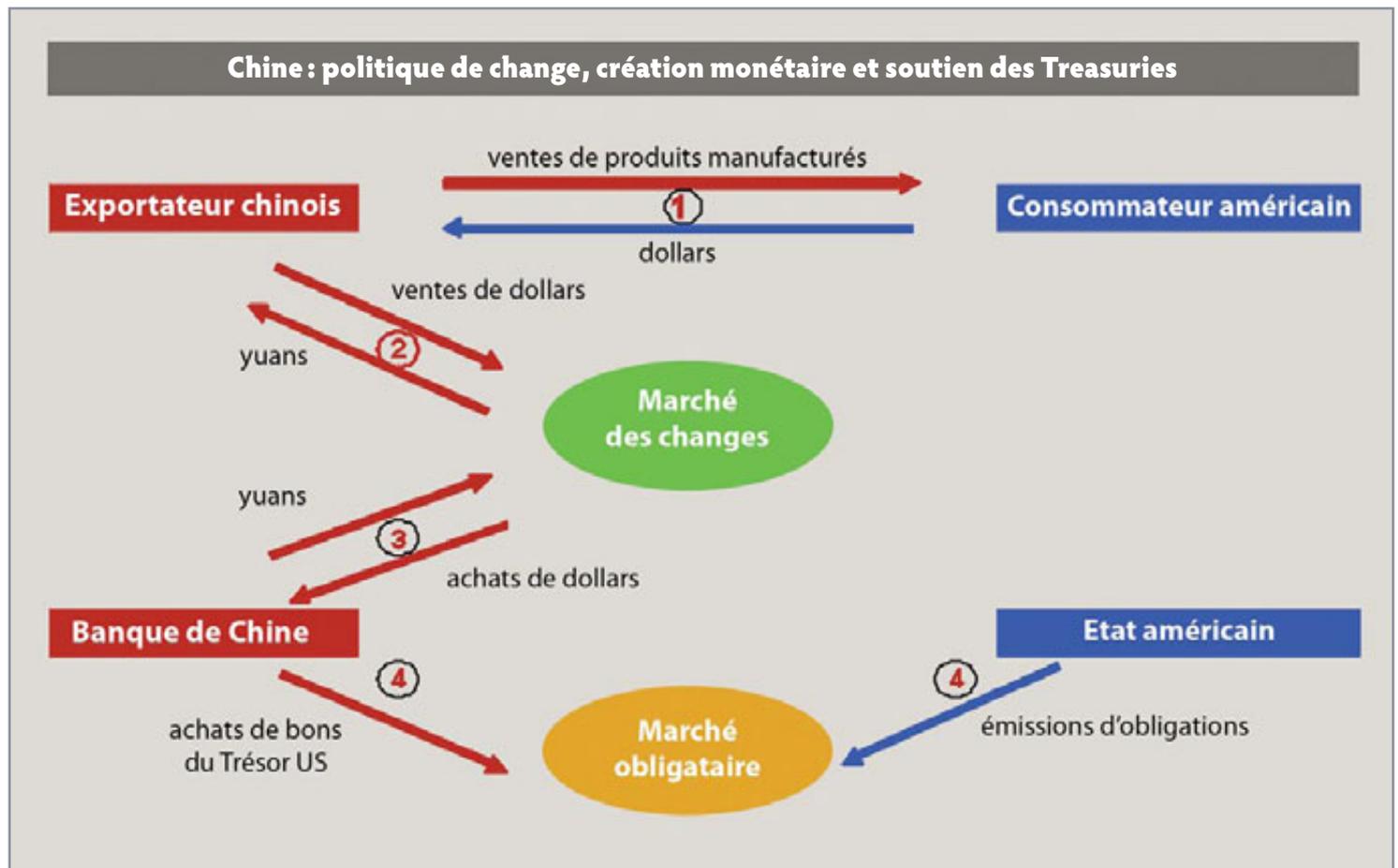
Dans ce but, la Banque de Chine échange les dollars cédés par les exportateurs chinois sur le marché des changes contre des yuans, ce qui permet effectivement de freiner l'appréciation de leur monnaie.

Mais cette politique l'oblige aussi à accumuler des réserves en dollars considérables qu'elle recycle en investissant massivement dans les émissions du Trésor américain (cf. schéma illustrant la politique de change, la création monétaire et le soutien des Treasuries de la Chine). Elle en a ainsi acquis près de 1 200 milliards de dollars (900 milliards d'euros) au cours des dernières années.

Par ce biais, la Chine permet un financement aisé du déficit budgétaire américain. Elle contribue de plus depuis très longtemps à maintenir à un niveau artificiellement bas les taux longs aux Etats-Unis, et par ricochet dans le monde.

La politique de change agressive pratiquée par la Chine, et d'autres pays en développement, pourrait cependant trouver au cours des prochains mois ses limites, car elle n'est pas non plus sans risque.

En effet, elle conduit ces pays à procéder à une création monétaire excessive. Elle comporte des risques de surchauffe et des risques inflationnistes évidents, comme l'histoire récente l'a démontré. Et surtout, elle se traduit par l'émergence d'un secteur exportateur hypertrophié, qui rend leurs économies très sensibles aux fluctuations de la conjoncture internationale.



Il peut donc être tentant pour les pays qui ont emprunté cette voie, de réorienter leur modèle de croissance sur la demande interne – consommation des ménages et investissement des entreprises –, plutôt que sur la demande extérieure.

Si un tel basculement se confirmait, il priverait progressivement les Etats-Unis de ressources précieuses pour financer ses déficits publics et engendrerait une hausse malvenue des taux d'intérêt américains. Il entraînerait mécaniquement une baisse du dollar, une devise déjà sérieusement fragilisée par le manque d'entrain dont font preuve les autorités américaines pour résoudre leurs problèmes budgétaires.

■ Menaces sur le dollar

La théorie économique nous enseigne qu'une monnaie remplit trois fonctions essentielles.

Une monnaie est d'abord une unité de compte, autrement dit le bien dans lequel s'exprime le prix des autres biens. Elle est ensuite un moyen d'échange. Enfin, elle est une réserve de valeur qui permet à celui qui la détient de différer dans le temps ses achats ou ses investissements.

Le dollar remplit mieux que d'autres devises ces trois fonctions fondamentales, et c'est pour cette raison qu'il représente encore aujourd'hui 62 % des réserves de change phénoménales accumulées au cours des dix dernières années par les pays émergents, et quelques pays occidentaux comme le Japon, dans le but de préserver leur compétitivité (cf. graphique sur l'évolution des réserves internationales de change).

La fuite en avant budgétaire et monétaire des Etats-Unis pourrait cependant sensiblement modifier la donne et déclencher à terme une crise majeure du dollar. Elle nuit considérablement à la crédibilité du billet vert dont le statut de réserve de valeur est sérieusement mis à mal. Elle est de nature à inciter ceux qui le détiennent à lui trouver un ou plusieurs substituts.

Les Etats-Unis doivent donc impérativement entreprendre un rééquilibrage rapide de leurs comptes s'ils espèrent préserver l'attractivité de leur monnaie, et les privilèges économiques et politiques qu'elle leur confère. Néanmoins, ils pourraient être aidés dans leur tâche par les nombreux atouts que le pays conserve, malgré les graves difficultés auxquelles il est confronté.

■ Les atouts de l'Amérique

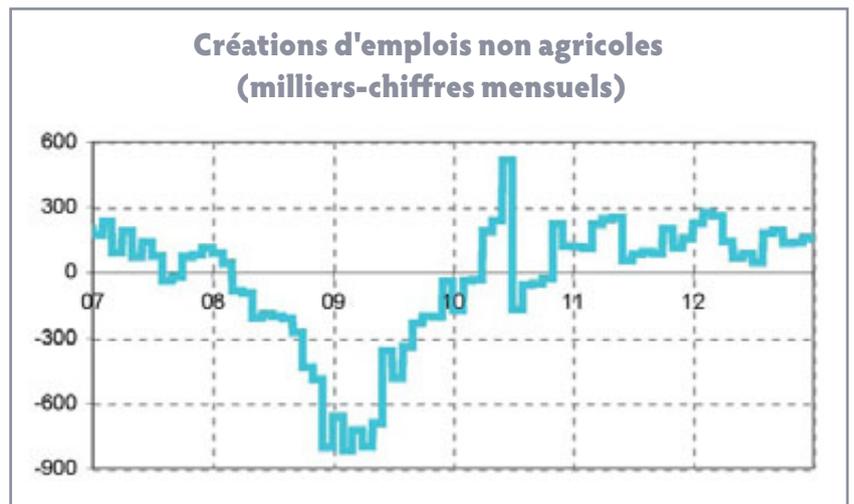
Le tableau plutôt sombre que nous venons de dresser de la situation financière des Etats-Unis mérite d'être relativisé. L'Amérique n'est pas la Grèce. Sa capacité à créer de la richesse n'a pas été entamée par la crise. Grâce à la flexibilité de son marché du travail, sa faculté à innover et sa fiscalité incitative, le pays dispose encore d'atouts remarquables, des atouts qui seront déterminants au moment d'entamer son processus de désendettement. En outre, l'économie américaine semble en bonne voie sur le plan conjoncturel. Le marché immobilier dont la déconfiture avait plongé le pays au bord de l'asphyxie se redresse (cf. graphique sur l'évolution des permis de construire). Les mises en chantier de logements repar-



Source : Bloomberg/SLAM



Source : Bloomberg

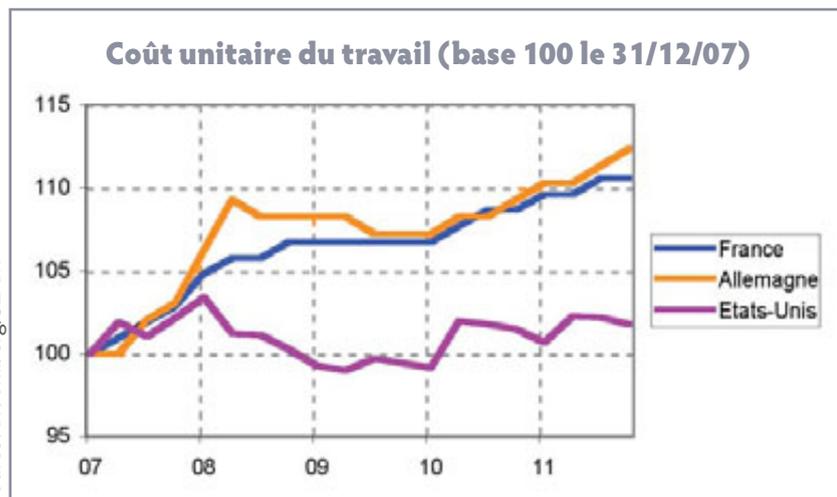


Source : Bloomberg

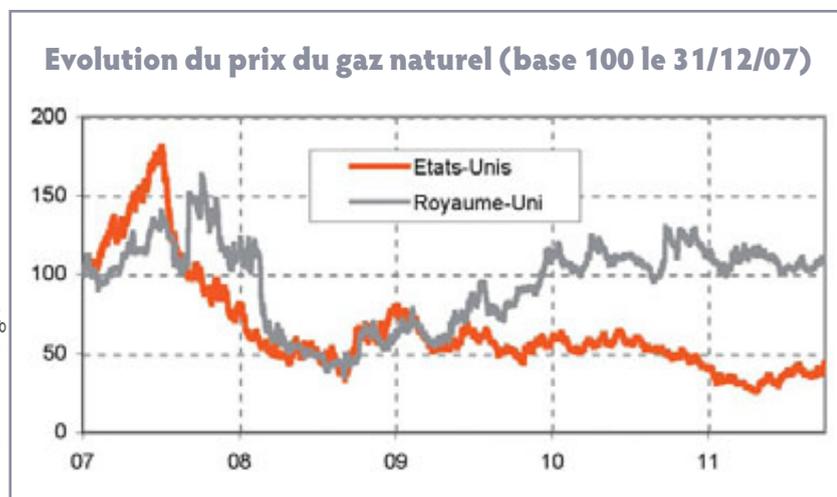
tent, les permis de construire bondissent et les prix immobiliers ont repris le chemin de la hausse.

Dans le même temps, les chiffres de l'emploi connaissent une amélioration sensible : les créations mensuelles d'emplois non agricoles avoisinent désormais les 150 000 et le taux de chômage est revenu à 7,8% de la population active, après avoir culminé à 10% fin 2009 (cf. graphique sur la création d'emplois non agricoles). >>>

Source: Bloomberg/SLAM



Source: Bloomberg/SLAM



La politique de *quantitative easing* instituée par Ben Benanke, le président de la Réserve fédérale, ne sera probablement pas maintenue au-delà de juin, et les taux directeurs entameront peut-être une timide remontée en fin d'année.

Grâce à l'effort intense de productivité mené par les entreprises depuis le début de la crise, le coût unitaire du travail a pu être contenu (cf. graphique sur le coût unitaire du travail), et l'industrie connaît un regain de compétitivité indéniable.

Ce regain de compétitivité est amplifié par l'effondrement du prix de l'énergie provoqué par l'exploitation intense du gaz de schiste sur tout le territoire. Pour prendre la mesure de l'avantage que le pays en retire, rappelons que le gaz naturel, dont le prix a été divisé par 2 en cinq ans, représente près du quart de la consommation d'énergie aux Etats-Unis (cf. graphique sur l'évolution du prix du gaz naturel).

■ Scénario de base et scénario alternatif

Les dirigeants américains ont fait un usage immodéré des leviers budgétaires et monétaires depuis le déclenchement de la crise des subprimes. Rarement dans l'histoire économique, tant de moyens auront ainsi été mobilisés par un Etat pour amortir les effets d'une crise.

De toute évidence, les mesures adoptées ont permis au pays d'échapper à une dépression sans précédent et à une crise bancaire cataclysmique. En revanche, elles se sont montrées moins efficaces sur le plan conjoncturel. Il aura fallu près de quatre ans pour que la courbe du chômage s'inverse durablement, et que le secteur immobilier com-

mence à sortir du marasme. Comme nous l'avons vu, l'économie semble toutefois repartie sur de bons rails. Le moment est désormais venu pour le gouvernement américain et la Banque centrale de mettre en place une stratégie de retrait en bon ordre des moyens déployés sur le terrain, si l'on peut dire.

L'exercice est particulièrement délicat, car le pays doit éviter de procéder à une réduction trop rapide de ses déficits publics, qui le ferait replonger en récession, tout comme le ferait d'ailleurs un resserrement prématuré de sa politique monétaire. Mais, il doit également impérativement interrompre la fuite en avant dans laquelle il s'est engagé et la spirale d'endettement qui en a découlé.

Contrairement aux Européens dont le dogmatisme aurait pu conduire à l'explosion de la monnaie unique, les Américains sont des gens pragmatiques. Ils vont probablement finir par s'entendre pour renforcer leur processus d'assainissement de leurs finances, mais ils feront tout pour que les mesures qu'ils adopteront n'étouffent pas la reprise qui s'amorce.

En conséquence, les impôts remonteront certes, mais modérément, des coupes seront opérées dans les dépenses sociales, voire les dépenses militaires, mais pas trop. La politique de *quantitative easing* instituée par Ben Benanke, le président de la Réserve fédérale, ne sera probablement pas maintenue au-delà de juin, et les taux directeurs entameront peut-être une timide remontée en fin d'année. L'un dans l'autre la croissance ralentira sous l'effet de ces mesures, mais elle devrait se maintenir dans une fourchette comprise entre 1,5 et 2% en 2013, et 2014 également. Le dollar s'affaiblira certainement modérément, car le déficit extérieur du pays ne se résorbera que lentement.

L'impact de ces mesures sur l'économie internationale sera modeste. En zone euro, les politiques d'ajustement en cours continueront de peser lourdement sur l'activité. Le monde émergent qui donne d'encourageants signes de reprise, à l'image de la Chine, restera le moteur de la croissance mondiale.

Pour les marchés financiers, ce scénario est sans doute le meilleur ou, plutôt, le moins mauvais. Les marchés sont en effet très inquiets de la situation financière des Etats-Unis et jugent que le temps est venu de prendre des mesures restrictives. Ils sanctionneraient sévèrement l'absence de décisions sérieuses de redressement des comptes.

Il existe, bien sûr, plusieurs scénarii alternatifs à ce scénario central. On pourrait, en particulier, imaginer que les mesures adoptées s'avèrent beaucoup plus douloureuses pour l'économie que ce qui était attendu.

Dans cette hypothèse, les responsables américains relâcheraient sans hésiter leurs efforts d'ajustement, car la croissance restera toujours leur priorité, quel qu'en soit le prix à payer. La baisse accélérée du dollar, et le krach obligatoire qui résulteraient d'un tel revirement de politique économique, serait d'ailleurs bien plus préjudiciable aux créanciers de l'Amérique qu'aux Américains eux-mêmes. Raison de plus pour ne pas définitivement l'écarter...

Eric Bourguignon, directeur de la gestion taux et crédit et directeur général délégué de Swiss Life Asset Management France

Achevé de rédiger le 17 janvier