

États-Unis: la croissance à tout prix ? pas si sûr...

Grégory Vanel*

L'économie des États-Unis va mieux. Si, si, promis ! En témoigne la dernière estimation du taux de croissance réelle: + 4.2 % en rythme annuel au premier trimestre 2004, et + 4.1 % au dernier trimestre 2003. Et ce, après une croissance en rythme annuel de 8.3 % au trimestre antérieur!¹ Du jamais vu depuis vingt ans... Alan Greenspan, voyant l'économie s'emballer, semble même prêt à relever les taux directeurs de la *Federal Reserve* (ceux-ci sont d'autre part à un niveau historiquement bas²). De quoi se réjouir donc, en cette année d'élection présidentielle, année à la croissance traditionnellement morne. Sauf que...

Sauf que le même Alan Greenspan s'inquiète publiquement de l'ampleur du déficit budgétaire annoncé pour 2004, à environ 500 milliards de dollars, alors que celui de 2003 était déjà de 375 milliards³. Sans parler du déficit du solde courant de la balance des paiements: + 61 milliards de dollars en 2003, à 542 milliards. Schizophrénie du grand

argentier ? Malice ? Ou bien, plus simplement, sagesse ?

Il est vrai que depuis que l'administration Bush est aux commandes, la question des déséquilibres enregistrés par l'économie des États-Unis revient régulièrement sur le devant de la scène. Chaque commentateur avisé y va de sa tirade dithyrambique sur l'état de l'économie américaine et sur sa capacité, presque insolente, à générer des déficits courants et/ou budgétaires sans commune mesure avec ceux enregistrés par les autres pays développés. Ce phénomène est bien sûr possible grâce à une chose: l'endettement.

L'endettement n'est pas une mauvaise chose en soi. Il permet aux entreprises, aux ménages et à l'État d'étaler le coût de leurs dépenses dans le temps, et permet plus spécifiquement aux premières de bénéficier d'un effet de levier lorsque le coût de l'emprunt est faible. La dette, publique ou privée, ne devient un problème que lorsqu'on ne peut plus la rembourser. Et le remboursement n'est pas qu'un problème pour celui qui s'endette, puisque toute dette a pour contrepartie une créance qui fait partie du patrimoine d'un agent économique.

Toute la question est alors de savoir si l'économie des États-Unis est capable de soutenir le rythme et sera capable de rembourser cette dette. Et il n'est pas si facile de répondre à cette question pourtant fondamentale. En effet, sans ce déséquilibre persistant, la croissance aux États-Unis serait-elle actuellement aussi prononcée, et potentiellement aussi durable ? Autrement dit, l'économie américaine (et par ricochet l'économie mondiale) peut-elle se

* L'auteur est "Attaché temporaire à l'éducation et à la Recherche LEPIL-EPIID (CNRS)"

¹ Source: *Bureau of Economic Analysis*.

² Le taux du FOMC est actuellement de 1 %, le plus bas historique depuis 1958. Voir les discours de monsieur Greenspan des 20 et 21 avril derniers. Alan Greenspan (2004), « The Economic Outlook », *Testimony Before the Joint Economic Committee*, U.S. Senate, April 21,

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2004/20040421/default.htm>. Alan Greenspan (2004), « The State of the Banking Industry », *Testimony Before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, U.S. Senate, April 20, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2004/20040420/default.htm>

³ Voir le discours d'Alan Greenspan (2004), « Economic Outlook and Current Fiscal Issues », *Testimony Before the Committee on the Budget*, U.S. House of Representatives, February 25, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/2004/20040225/default.htm>



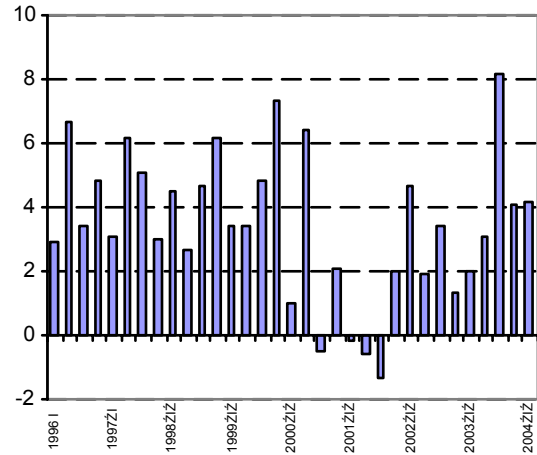
passer du déséquilibre fondamental qui la caractérise ?

Trois éléments sont au centre de cette question. D'abord, qu'elle est l'ampleur réelle de la croissance américaine actuelle et quels en sont les facteurs et les effets? Ensuite, comment s'établissent les liens avec les déséquilibres observés depuis longtemps? Enfin, jusqu'à quel point cette situation est-elle soutenable ?

La réalité de la croissance américaine

Vu du pont, la croissance américaine semble avoir retrouvé la vigueur d'avant 2001 (Figure 1), et nous pourrions comme tant d'autres crier victoire. Les données les plus récentes font en effet état d'une forte augmentation du taux de croissance réelle depuis le premier trimestre 2002.

L'année dernière s'est d'ailleurs soldée par un taux de croissance de 3,1 %, contre 2,2 % en 2002 et seulement 0,5 % en 2001. Selon les dernières estimations du Fonds Monétaire International, la croissance américaine a même été supérieure d'un point à celle de la moyenne des autres grands pays industrialisés en 2003⁴. Le Produit Intérieur Brut des États-Unis s'est ainsi établi en termes réels à 10400 milliards de dollars⁵. Toujours selon le FMI, les prévisions de croissance sont elles aussi dans le vert, puisque celle-ci est estimée pour 2004 à 4,6 % et pour 2005 à 3,9 %.



Source : BEA, MPA, table 1.1.1.

Figure 1 :
Évolution du taux de croissance américain
(Données trimestrielles, en %)

Cette situation fait alors *de facto* des États-Unis le principal moteur de la croissance mondiale, leur contribution au PIB mondial en parité de pouvoir d'achat étant de 22 %. La croissance aux États-Unis est de ce fait primordiale pour l'économie mondiale, et l'on pourrait croire au premier abord que la politique de coupes budgétaires du gouvernement Bush porte ses fruits.

Ceci étant, en y regardant de plus près, cette situation est loin d'être idyllique pour l'économie américaine, que ce soit du côté des effets sur l'emploi ou du côté des facteurs explicatifs de la croissance. Les deux sont d'ailleurs fortement liés.

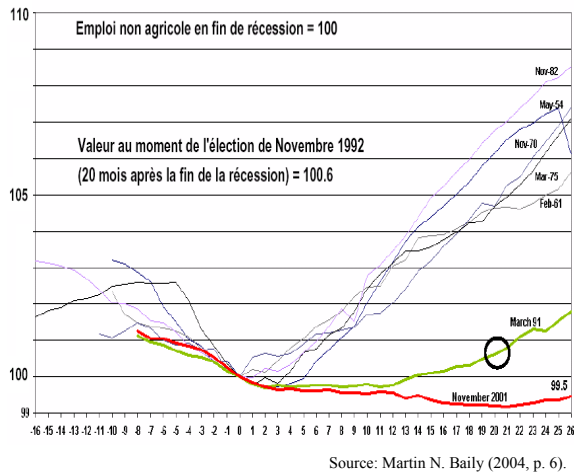
D'abord du côté des effets du retour de la croissance sur l'emploi, on remarque que cette reprise est vraiment atypique (Figure 2). D'habitude, lors des mois qui suivent la fin d'une récession aux États-Unis, la reprise de l'emploi salarié est assez forte. Or, les données officielles montrent que l'économie américaine n'avait toujours pas regagné fin 2003 le nombre d'emplois perdus depuis la fin de la récession de 2001⁶.

⁴ Le Japon a connu une croissance de près de 2,7 % en 2003, contre 2,3 % pour le Royaume Uni, 1,7 % pour le Canada et seulement 0,4 % pour la zone euro. Voir: FMI (2004), *World Economic Outlook – Advancing Structural Reforms*, April, <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/01/index.htm>>.

⁵ Données en dollars constants de 2000. Les données en dollars courants font état d'un PIB de 10990 milliards de dollars pour 2003.

⁶ Le niveau de l'emploi a atteint son plafond historique en 2001 pour ce qui est de l'emploi salarié non agricole, avec 131 800 000 emplois. En 2003, le niveau de l'emploi a été de 129 900 000 emplois. Voir les données annuelles du *Bureau of Labor Statistics*: <<ftp://ftp.bls.gov/pub/suppl/empstl.ceseeb1.txt>>.

Figure 2 :
Les récessions et l'emploi aux États-Unis



Pire, l'économie américaine a encore perdu des emplois dans les mois qui suivirent la fin de la récession de 2001, et ce jusqu'en juillet 2003, rappelant l'épisode, certes plus court, de 1991. Cette stagnation montre donc que même si la reprise est forte, les nouveaux emplois se font encore attendre. En comparaison, il a fallu attendre au maximum une année pour que l'emploi reparte à la hausse par rapport au niveau de fin de récession dans toutes les autres récessions d'après guerre.

Le taux de chômage, quant à lui, stagne aux alentours de 5,8 % depuis plus d'une année. C'est d'autant plus étonnant que le rythme de la croissance s'est accéléré fin 2003 de manière exceptionnelle, alors que ni le taux ni la durée moyenne du chômage n'ont diminué sensiblement depuis⁷. Ainsi, une grande partie de l'explication semble résider dans la forte hausse de la productivité du travail, notamment à partir du premier trimestre 2003⁸. Dès lors, cette situation est pour le moins préoccupante, dans la mesure où les nouvelles créations d'emplois entre décembre 2003 et mars 2004 ont été insuffisantes de près de 77000 par rapport au nombre de nouveaux

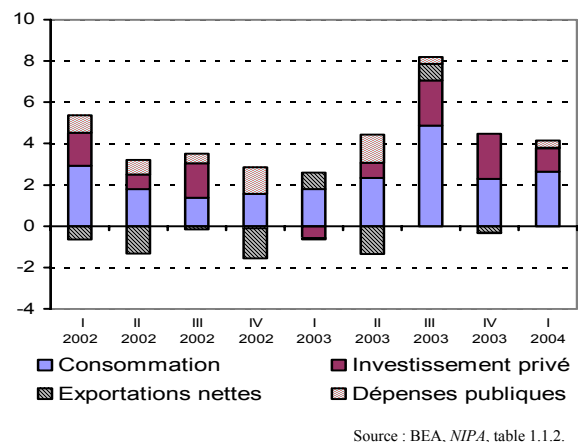
⁷ Le Bureau of Labor Statistics relève ainsi que le nombre de chômeurs dont la durée de chômage excède 27 semaines a augmenté en 2003 de près de 200000 personnes, de sorte que la part de cette catégorie de chômeurs a gagné un demi point en un an, avec désormais 24 % du total. Bureau of Labor Statistics, *Unemployed Persons by Duration of Unemployment*, Table A-9, <http://www.bls.gov/news.release/empsit.t09.htm>

⁸ Au dernier trimestre 2002, l'amélioration de la productivité horaire du travail était de 2 %. Elle monte ensuite progressivement en 2003 pour atteindre le pic de 8,7 % au troisième trimestre 2003. Source : BLS.

arrivants sur le marché du travail et que ces emplois sont mal payés et très souvent extrêmement flexibles.

Du côté de la composition générale de cette reprise, plusieurs éléments sont à remarquer (Figure 3). D'abord, cette reprise s'explique principalement par le regain de vigueur de la consommation des ménages américains. Celle-ci a été relativement forte en 2003, puisqu'elle a crû d'un rythme annuel supérieur à 2,5 % par trimestre, avec un pic à + 6,9 % au troisième trimestre. La contribution de la consommation privée à la croissance a alors été forte ce trimestre là, avec presque 5 points. Le rythme se maintient depuis à un niveau plus faible, mais néanmoins supérieur à 2 points.

Figure 3 :
Contributions à la croissance américaine
(Donnée trimestrielles, en %)



Les dépenses publiques n'ont pas été en reste non plus, notamment dans l'immédiat après récession, à la fin 2002 et à la mi 2003. Elles ont d'ailleurs très fortement augmenté au niveau fédéral durant le dernier trimestre 2002 et le deuxième trimestre 2003, respectivement de + 18 % et + 24 %, reflétant l'effort de guerre américain au proche et moyen Orient⁹. Quant aux exportations, leur effet semble s'améliorer, en grande partie grâce à la très forte dépréciation du billet vert durant l'année 2003.

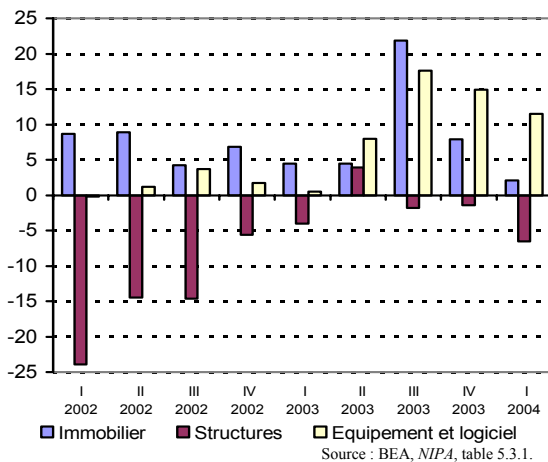
Enfin, l'investissement privé a retrouvé de sa vigueur en 2003, avec une hausse du rythme de croissance annuelle de 15 % aux deuxième et troisième trimestres. Mais qu'on ne s'y trompe pas, cet investissement là n'est pas forcément celui des

⁹ Les dépenses militaires ont respectivement augmenté durant ces deux trimestres de 22 % et 42 % ! Voir : BEA, NIPA, Table 1.1.1.

entreprises. En effet, la plus grande partie de cette hausse correspond à de l'investissement immobilier des ménages américains (Figure 4). Celui-ci a même atteint le chiffre impressionnant de + 22 % au troisième trimestre 2003 en rythme annuel¹⁰. Par contre, si l'investissement en équipement et en logiciel semble se maintenir à un rythme soutenu depuis une année, celui de structure reste à un niveau très faible.

Ainsi, l'investissement non résidentiel augmente à un rythme très faible depuis 2002, passant de 1100 à 1180 milliards de dollars entre le premier trimestre 2002 et le premier trimestre 2004, alors que l'investissement immobilier a progressé sur la même période de 120 milliards de dollars, avec au premier trimestre 2004 un montant de 607 milliards (données annualisées)¹¹.

Figure 4 :
Évolution de l'investissement privé
(Données trimestrielles, en %)



Les principales composantes de la croissance américaine actuelle sont donc très fortement liées aux dépenses des ménages, que ce soit la consommation ou l'investissement immobilier. Or, ceux-ci n'auraient pu être aussi élevés sans la politique de réduction fiscale de l'administration Bush, et sans la baisse des taux d'intérêts hypothécaires.

Autrement dit, et sans entrer trop dans les détails, ce regain de croissance depuis 2002 s'explique

principalement par le stimulus fiscal et l'augmentation des dépenses militaires d'une part, et par d'autre part la baisse du coût des emprunts immobiliers, donc principalement par l'endettement de l'État et des ménages américains, et donc de l'économie américaine dans son ensemble, notamment vis-à-vis du reste du monde. Sauf que les effets du stimulus fiscal vont décroissant, le principal de la dépense militaire n'est pas aux États-Unis, et les taux d'intérêts vont forcément remonter, alors que la dette contractée, elle, ne va pas diminuer. Et ce type de situation n'est pas nouveau, mais perdure aux États-Unis depuis près de 20 ans (en fait si l'on est vraiment objectif, depuis les années soixante et le début de la guerre au Vietnam).

La dette des uns est toujours la créance des autres

Si nous en restions à ce constat d'une reprise forte mais qui crée finalement moins d'emplois que prévu, de moins bonne qualité, dans un délai plus long, et qui de surcroît s'explique par un endettement croissant de l'économie américaine, étant donné l'importance à la fois de la consommation des ménages et des investissements dans l'immobilier, nous pourrions être tenté d'imputer cet état de fait à la politique économique actuelle. C'est en partie vrai, mais en partie seulement.

Un regard moins circonstanciel nous indique en effet que la trajectoire actuelle de l'économie américaine peut se comprendre comme la continuation d'une tendance observable depuis le début des années quatre-vingt-dix au moins. Pour ce faire, un petit détour plus théorique est indispensable. Il correspond à la manière dont on peut envisager le fonctionnement d'une économie ouverte à plus ou moins moyens termes (Figure 5).

¹⁰ En particulier, les achats de logements par les particuliers ont augmenté de 21,5 % pour le troisième et de 24 % pour le quatrième trimestre 2003.

¹¹ Bureau of Economic Analysis, NIPA, Table 5.3.5.

Figure 5:
Les trois soldes financiers d'une économie ouverte

| | Prod | Secteur privé | Gouv. | Extérieur |
|---|------|------------------|-------------|-------------|
| Dépenses privées | +Dp | -Dp | | |
| Exportations | +X | | | -X |
| Dépenses publiques | +G | | - G | |
| Importations | -M | | | +M |
| PIB | -Y | + Y | | |
| Taxes, revenus de facteurs, etc... | | -Tp | +T | - Te |
| Soldes financiers | 0 | ANPAF | -SFP | -BTC |

Source: Wynne Godley, Alex Izurieta (2004, p. 2)

La figure 5 est une représentation très simplifiée du fonctionnement comptable d'une économie ouverte. Elle est construite sur le principe de base de la comptabilité en partie double, qui stipule que toute opération économique est inscrite dans deux comptes simultanément. En effet, toute dépense d'un agent est forcément une recette pour un autre, et toute dette des uns est une créance des autres¹².

Ainsi, on peut voir, à partir de la première colonne, comment se comptabilise le revenu national (Y). Il est égal à la somme des dépenses privées (Dp), des dépenses publiques (G), des exportations (X), moins les importations (M)¹³. Et comme chaque terme de cette identité comptable a sa contrepartie dans les autres colonnes, avec le signe opposé, il est alors possible de faire ressortir trois secteurs aux soldes financiers spécifiques.

Premièrement, le secteur économique privé, qui reçoit la totalité du revenu global (Y), mais qui dépense (Dp) et paie des taxes (Tp). Son solde financier, c'est-à-dire le solde du total des recettes

moins le total des dépenses non financières, correspond à son épargne nette, soit l'Acquisition Nette Privée d'Actifs Financiers (ANPAF). Si le secteur privé reçoit plus que ce qu'il dépense, le signe de ce solde est positif, puisqu'il acquière des actifs financiers, sous forme de liquidités monétaires, ou sous forme de titres.

Deuxièmement, le secteur économique public (colonne 3), qui perçoit les taxes moins les autres transferts (T), mais qui dépense G. Son solde financier en fin de période, c'est-à-dire le Solde Financier Public (SFP), est donc égal à la somme $T - G$. S'il est négatif, cela signifie que le secteur public est débiteur net (emprunteur bancaire ou émetteur de titres) vis-à-vis des autres secteurs.

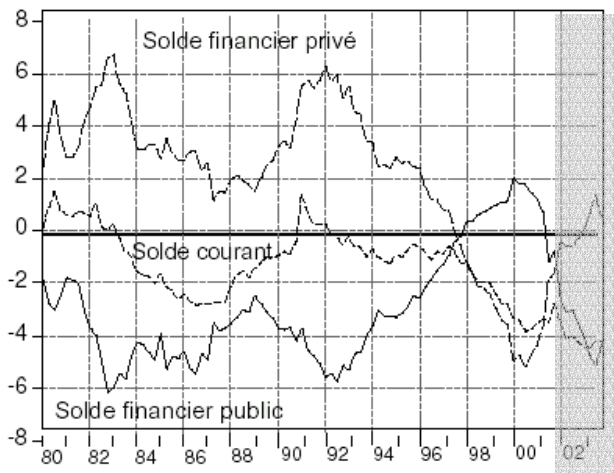
Enfin, le secteur externe (Reste du monde), qui reçoit les recettes des importations de la nation (M), mais qui paye pour les exportations nationales (X) et les taxes et autres transferts de revenus de facteurs (Te). Son solde financier est donc le solde de la Balance des Transactions Courantes (BTC), autrement appelé solde courant.

Au total donc, la somme de chaque ligne est par définition nulle, dans la mesure où chaque ressource trouve son emploi. De même, la somme des trois soldes financiers des trois secteurs économiques distingués doit par définition être égale à 0. Autrement dit, lorsque que l'un de ces soldes est proche de l'équilibre, la somme des deux autres est forcément proche de 0. Il existe donc un lien étroit entre l'évolution de la situation financière des trois secteurs identifiés. On pourrait même dire que l'évolution de l'un conditionne celle des deux autres. Ce phénomène traduisant un lien entre ces trois soldes se vérifie à partir de la figure 6.

¹² Le passage par le marché, donc l'existence d'un prix, n'indique pas forcément qu'une opération est économique. Par contre, toute opération économique a des répercussions sur le patrimoine de l'agent, ce que permet de vérifier la comptabilité.

¹³ Deux différences sont à noter par rapport au calcul habituel du PIB par ses emplois. D'une part, on suppose qu'il n'y a pas de stocks, alors que dans la réalité c'est le cas. D'autre part, on sépare les dépenses en fonction du type d'agent qui les font, c'est-à-dire selon le secteur public (G) et le secteur privé (Dp), et non selon l'objet des dépenses, c'est-à-dire la consommation (C) et l'investissement (I). Mais l'identité comptable reste la même, entre une ressource, le PIB, et des emplois de cette ressource.

Figure 6 :
Les soldes financiers depuis 1980 aux États-Unis
 (Données trimestrielles, en % du PIB)



Source : Dimitri B. Papadimitriou & alii (2004, p. 5).

La figure 6 retrace l'évolution des soldes des trois secteurs identifiés, depuis le début des années quatre-vingt. Ces soldes nets sont donnés en pourcentage du PIB et, comme nous l'avons signalé plus haut, leur somme est égale à zéro. Plusieurs phénomènes sont remarquables dans cette évolution.

Premièrement, sur le long terme, on remarque une très forte symétrie entre le solde public et le solde privé. Cette relation est appelée par les économistes l'équivalence ricardienne¹⁴. Lorsque cette relation est pleinement vérifiée, c'est-à-dire lorsque le solde courant est proche de l'équilibre, cela signifie que la variation du solde financier du secteur privé doit compenser celle du solde public. La très forte dégradation du solde courant à partir du début des années quatre-vingt-dix modifie quelque peu la compensation, mais pas la relation entre les deux soldes. Cette situation traduit l'endettement croissant de l'économie américaine vis-à-vis du reste du monde à partir du début des années quatre-vingt-dix.

Deuxièmement, on remarque que depuis que l'administration Bush est au pouvoir, les soldes courant et public ont tendance à être négatifs tous les deux, comme dans les années quatre-vingt. On appelle cette situation celle des déficits jumeaux. À

tel point que depuis 2002 leur variation est quasi identique, avec un niveau proche de 5 % du PIB.

Troisièmement, une tendance forte se dégage de cette figure 6 : celle de la chute continue du niveau de l'épargne nette privée aux États-Unis depuis le début des années quatre-vingt-dix, qui explique d'ailleurs ce retour des déficits jumeaux. Autrement dit, la très forte croissance observée durant les années quatre-vingt-dix s'explique bien plus par la vigueur des dépenses privées, matérialisée par la chute du solde financier privé, que par une mystérieuse « nouvelle économie ». En particulier, la conjonction d'un relâchement des conditions de crédit (notamment les taux d'intérêts bas mais aussi les modifications réglementaires apportées au marché des prêts hypothécaires) et d'une augmentation artificielle de la richesse des ménages par le truchement de la valorisation boursière (bulle internet) ont permis une explosion de l'endettement privé durant cette période¹⁵, et plus particulièrement celui des ménages, endettement qui est venu alimenter la dépense privée, donc la croissance économique.

Mais comme les surplus publics ne suffisaient pas à compenser ce déclin de l'épargne nette privée, les États-Unis ont alors fait massivement appel à l'épargne en provenance du reste du monde, d'où l'augmentation quasi continue du déficit courant. Et lorsque la tendance au retour du niveau de l'épargne nette privée est apparue en 2000, avec l'éclatement de cette bulle boursière, la seule solution pour que la croissance soit encore au rendez-vous fut de permettre au solde public de redevenir négatif¹⁶. En conséquence, la croissance américaine a un besoin impératif d'endettement, qu'il soit privé ou public. Ce qui n'est pas sans poser la question de la durabilité à moyen terme de cette situation.

¹⁴ Voir à ce propos : John J. Seater (1993), « Ricardian Equivalence », *Journal of Economic Literature*, 31, 1, March, pp. 142-190.

¹⁵ Ce phénomène, bien connu des économistes, s'explique par la baisse du ratio d'endettement lorsque le patrimoine des ménages est composé d'actifs boursiers dont le cours augmente rapidement. Les ménages ne sont alors plus incités à refreiner leurs emprunts et les banques considèrent à tort qu'ils sont encore solvables. Les lecteurs intéressés par ce phénomène trouveront des explications complémentaires dans les nombreux écrits de Hyman Minsky, dont Olivier Brossard a fait une synthèse magistrale récemment. Olivier Brossard (2001), *D'un Krach à l'autre*, Paris, Grasset.

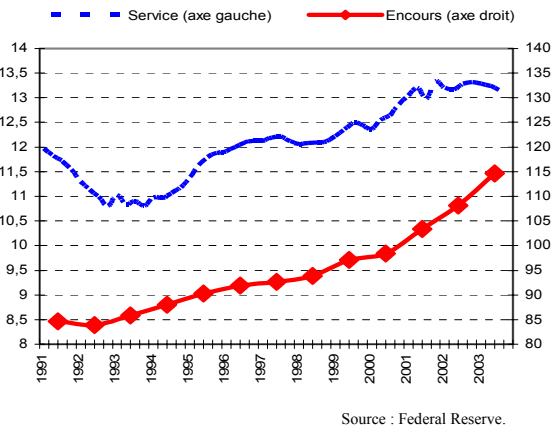
¹⁶ On remarque d'ailleurs que cette contre tendance n'est pas imputable à l'administration Bush, puisque ce retournement s'est produit en 2000, soit une année avant sa prise de fonction (partie grisée).

Plus dur et plus brutal sera l'ajustement

La croissance américaine engendre donc de l'instabilité et des crises, dès lors que la dynamique des soldes financiers pose problème, comme nous pouvons le voir pour l'année 2001, où les trois soldes étaient négatifs. Mais elle pose surtout un problème si elle n'est pas soutenable sur le moyen terme. Or chaque secteur identifié pose un problème, dans la mesure où la situation dans chaque un d'eux n'est pas soutenable.

Premièrement, le secteur privé, et surtout les ménages, sont extrêmement endettés depuis le début des années quatre-vingt-dix (Figure 7). L'encours de la dette des ménages a vu son poids dans le revenu disponible des ménages augmenter de 30 points en une décennie, avec désormais 115 %. De même, et plus préoccupant encore, le service de cette dette ne cesse de prendre du poids dans ce revenu disponible. Depuis 2001, celui-ci représente plus de 13 % du revenu disponible des ménages. Ce qui pose inévitablement la question de la capacité des ménages américains à maintenir leur niveau de consommation dès lors que les taux d'intérêts augmenteront dans un avenir proche.

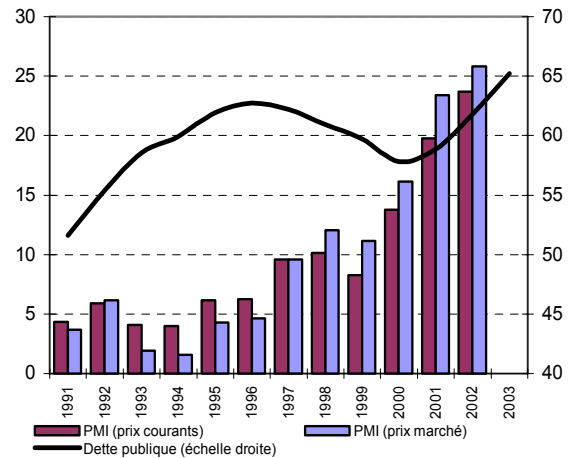
Figure 7 :
Encours et service de la dette des ménages
(En % du revenu disponible des ménages)



Deuxièmement, la dette publique américaine atteint désormais plus de 65 % du PIB, à 6700 milliards de dollars (Figure 8). Et cette tendance est loin d'être en baisse, comme l'a souligné récemment le *CBO*¹⁷. La perspective d'un enlisement en Iraq

n'est pas le seul élément qui pose le problème de la hausse, ou du moins du maintien du déficit public, même si à court terme, c'est l'élément le plus visible. Les véritables problèmes auxquels seront confrontées les futures administrations seront les dépenses liées au système de santé et au régime de retraite, et sur ce point, les projections les plus optimistes sont très inquiétantes¹⁸.

Figure 8 :
Endettement public et externe des États-Unis
(En % du PIB)



Troisièmement, les États-Unis s'endettent vis-à-vis du reste du monde à un niveau inégalé. Leur Position Monétaire Internationale (PMI) affiche désormais un déficit de près de 3000 milliards de dollars, soit 30 % du PIB. Ceci s'explique par la perte de compétitivité de l'industrie américaine, et traduit en corollaire la baisse continue du taux d'épargne nationale. Les États-Unis ont donc plus que jamais besoin de l'épargne mondiale pour maintenir leur niveau de croissance et leur niveau de vie.

Pourtant, des contre tendances existent, et font penser que la dynamique observée a encore de beaux jours devant elle. La première est celle de l'investissement des entreprises. On a en effet remarqué que les profits des entreprises repartaient à la hausse depuis la fin de la récession de 2001. Cette hausse est même spectaculaire, de plus 450 milliards de dollars. Les profits des entreprises sont désormais de 1150 milliards, alors qu'ils avaient chuté entre

¹⁷ Le *Congressional Budget Office* table sur un quasi doublement de la dette publique des États-Unis d'ici 2014. *CBO* (2004), *The*

Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2005 to 2014, US Congress, January, pp.18-22.

¹⁸ Nous aurons l'occasion de revenir dans d'autres chroniques sur ce point.

1997 et 2001, passant de 900 à 700 milliards de dollars. L'investissement des entreprises pourrait alors venir soutenir cette croissance, à moins que ces dernières préfèrent rétribuer plus encore leur actionnariat.

La deuxième contre tendance concerne le cours du dollar. La baisse enregistrée durant 2003 a en effet amélioré la compétitivité-prix des exportations américaines, même si l'effet sur le solde courant est limité. Une baisse du cours du billet vert cette année améliorerait la compétitivité des exportations américaines, mais elle poserait l'inévitable problème de la réévaluation des autres devises, notamment de l'euro, ce qui poserait un problème stratégique important.

Troisièmement, situation hautement probable, le salut de la croissance américaine viendra encore du reste du monde et de sa capacité à acheter encore et toujours la dette américaine. Plus particulièrement, tant que les Banques Centrales d'Asie du sud-est continueront à acheter très massivement des bons du trésor américain, cette situation perdurera. Tout dépendra alors de la qualité de cet actif, certes peu lucratif, mais nécessaire pour de nombreuses banques centrales, qui l'utilisent pour maintenir coûte que coûte leur taux de change avec celui du dollar¹⁹.

*
* *

La croissance américaine, et par ricochet la croissance mondiale, n'est donc pas un problème purement économique. Les conditions de son maintien ne sont pas uniquement liées à la confiance des ménages et des entreprises américaines, mais aussi et de plus en plus à des stratégies politiques de Banques Centrales étrangères. Quel pied de nez à ceux qui croient aux vertus autorégulatrices et auto stabilisatrices des marchés !

In God We Trust...

Bibliographie indicative

Martin N. Baily (2004), « The US Economy Outlook », Institute for International Economics, April 1,

<http://www.iie.com/publications/papers/baily0404.pdf>

Olivier Brossard (2001), *D'un Krach à l'autre : instabilité et régulation des économies monétaires*, Paris, Grasset.

CBO (2004), *The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2005 to 2014*, US Congress, January.

Christian Constantin, Christian Deblock (2004), « Le Yuan et la nouvelle alliance économique entre les États-Unis et la Chine », CEIM, *Continentalisation Cahier de recherche*, 04-02, http://www.unites.uqam.ca/gric/pdf/Cahiercont_0402_Yuan.pdf

Wynne Godley, Alex Izurieta (2004), « Balances, Imbalances and Fiscal Targets: A New Cambridge View », Cambridge Endowment for Research in Finance, February 17, http://www.cerf.cam.ac.uk/publications/files/WA_BalancesImbalancesYFiscalTargets.pdf

Dimitri B. Papadimitriou & Alii (2004), « Is Deficit-Financed Growth Limited? Policies and Prospects in an Election Year », Levy Economic Institute, *Strategic Analysis*, April 07, <http://www.levy.org>

John J. Seater (1993), « Ricardian Equivalence », *Journal of Economic Literature*, 31, 1, March, pp. 142-190.

¹⁹ Voir à ce propos, pour le cas de la Chine : Christian Constantin, Christian Deblock (2004), « Le Yuan et la nouvelle alliance économique entre les États-Unis et la Chine », CEIM, *Continentalisation – Cahier de recherche*, 04-02, http://www.unites.uqam.ca/gric/pdf/Cahiercont_0402_Yuan.pdf