



## II / L'économie américaine à la veille de l'élection présidentielle et les enjeux de la campagne

*Christophe Destais\**

**L**a victoire de Barack Obama aux élections de 2008 s'est produite au moment même où la crise financière de 2007-2008 connaissait son paroxysme. Il est très probable que cette situation ait joué un rôle important dans le résultat des élections, au-delà du mécontentement de l'opinion publique à l'égard de l'aventure irakienne de George W. Bush. Deux ans plus tard, fin 2010, le parti démocrate et, avec lui, le Président ont essuyé une défaite aux élections au Congrès. Les électeurs américains ont exprimé leur impatience devant le rythme jugé trop lent de la reprise américaine et, paradoxalement, leur mécontentement à l'égard de l'ampleur du soutien public à la croissance. À la mi-2012, la situation de l'économie américaine apparaît précaire et incertaine mais, sauf sur la fiscalité, les positions des candidats dans les débats sur la politique économique sont moins tranchées qu'il y a deux ans.

### **La croissance ralentit**

La période de récession de l'économie américaine provoquée par la crise financière de 2007-2008 (désignée aux États-Unis sous le vocable de « Grande Récession ») a commencé au quatrième trimestre 2007 et s'est achevée au deuxième trimestre 2009. La

---

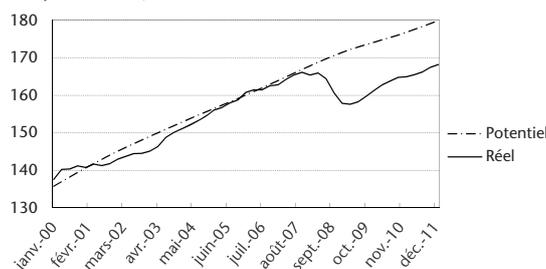
\* Christophe Destais est directeur adjoint au CEPII.

durée de cette contraction aura donc été de 18 mois, ce qui en fait la plus longue depuis la crise des années 1930, qui avait duré 43 mois. Le PIB américain a régressé de 5 %, soit le niveau qu'il avait à la fin 2005, et il n'a retrouvé son niveau de la fin 2007 qu'au troisième trimestre 2011. Au début des années 1930, la contraction de l'économie avait été de près de 30 %.

Depuis le début de la reprise, la croissance de l'économie américaine a été en moyenne de 2,2 %. Ce niveau est voisin du taux de croissance potentiel (non inflationniste), mais le rattrapage de la perte de croissance liée à la crise n'a pas eu lieu (graphique 1).

Graphique 1. PIB potentiel et réel des États-Unis

(base 100 = janvier 1990)



Source : Bureau of Economic Analysis (PIB réel) et Congressional Budget Office (PIB potentiel). Calculs de l'auteur.

Dans un premier temps, au second semestre 2009 et en 2010, la croissance a été relativement forte (3,1 % en moyenne en rythme annualisé). Depuis le début de 2011, la croissance est moins forte et plus volatile. À la mi-2012, le PIB réel américain n'était supérieur que de 1,7 % au niveau qu'il avait atteint fin 2007, soit plus de 6 % inférieur à ce qu'il aurait été s'il avait poursuivi la tendance antérieure.

Confrontées en 2008-2009 à une crise sans précédent, les autorités budgétaires et monétaires américaines avaient estimé que la croissance était une nécessité absolue pour éviter la mise en place d'enchaînements dépressifs. De fait, bien que difficile à mesurer scientifiquement, le rôle joué par les politiques économiques contracycliques dans la première phase de la reprise a été décisif. Depuis le début de 2011, les mesures de soutien à la croissance sont plus mesurées et il est plus difficile d'en apprécier l'effet.

*La politique monétaire*

Sur le plan monétaire, la Réserve fédérale (Fed) avait dans un premier temps abaissé à zéro son taux d'intervention et accentué sa stratégie de *credit easing* qui consistait à se substituer aux segments des marchés de capitaux défaillants et à donner l'accès au refinancement de la banque centrale à des intermédiaires financiers non bancaires. Cette politique avait rapidement été complétée puis remplacée par des achats très importants de bons du Trésor et de titres de la dette hypothécaire conduisant à un fort accroissement de la taille du bilan de la banque centrale. Les deux phases de cette politique d'assouplissement quantitatif (QE1 en décembre 2008 et QE2 en novembre 2010) ont porté la base monétaire de 820 à 2 600 milliards de dollars. Son but, tel que décrit par les responsables de la Fed, était de peser sur le niveau des taux longs et d'aplatir ainsi la courbe des taux d'intérêt. À défaut de s'engager dans une troisième phase de *quantitative easing* (QE3), la Fed a décidé à deux reprises en septembre 2011 et en juin 2012 des opérations d'extension de maturité, plus connues sous les termes de *twist*. Ces opérations consistent à acheter de la dette nouvelle lorsque celle qu'elle détient arrive à son échéance en augmentant au passage la maturité des titres détenus. Ce flux permanent mais réduit d'achats de titres de la dette à long terme doit contribuer à peser sur les taux longs. À la mi-2012, le manque de dynamisme de l'emploi (*cf.* ci-dessous), la faiblesse de la croissance et la faiblesse des marges de manœuvre des autorités budgétaires laissent penser qu'une nouvelle phase de *quantitative easing* (QE3) n'est pas exclue. Dans le discours des responsables de la Fed, le but des opérations de *quantitative easing* n'est pas d'apporter de nouvelles liquidités au système bancaire qui en regorge mais, alors que les taux courts sont voisins de zéro, d'agir sur l'ensemble de la courbe des taux en faisant baisser les taux de moyen et long terme et, de ce fait, augmenter le prix des actifs financiers, pour induire une demande supplémentaire, en raison de l'importance des effets de richesse aux États-Unis.

La politique de *quantitative easing* de la Fed est très critiquée. Le principal reproche qu'on lui adresse est que la forte croissance de la base monétaire risque d'être à l'origine d'une inflation, voire d'une hyperinflation difficiles à maîtriser. À ce jour, ce risque ne s'est pas matérialisé et la Fed fait valoir qu'elle dispose des instruments adéquats pour stériliser l'impact de la base monétaire sur

l'économie en cas de risque inflationniste, notamment en rémunérant les dépôts des banques à la banque centrale pour inciter les banques à conserver la liquidité plutôt que de la prêter. En outre, pour certains pays émergents comme le Brésil, cette politique serait à l'origine d'entrées de capitaux spéculatifs supplémentaires (thème de la guerre des monnaies).

#### *La politique budgétaire*

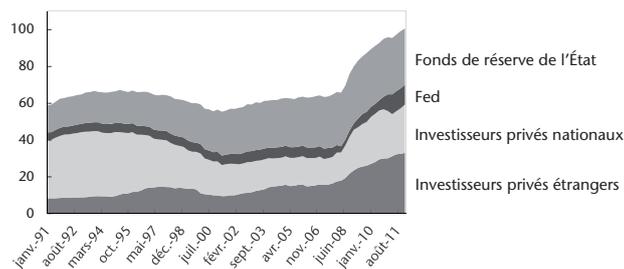
Adopté en janvier 2009 et composé d'un ensemble de mesures de réduction des prélèvements (en particulier sociaux) et d'augmentation des dépenses (notamment, sous forme de subventions fédérales à l'indemnisation du chômage par les États fédérés), le premier plan de soutien budgétaire à la demande a été étendu ou prorogé jusque fin 2010. Après la perte de la Chambre des représentants par les démocrates, lors des *mid-term elections* de novembre 2010, les décisions budgétaires ont été encore plus difficiles à prendre qu'elles n'avaient pu l'être les deux années précédentes. Elles ont connu un épisode psychodramatique, à l'été 2011, lorsque le Président ne fut autorisé à augmenter le plafond de la dette qu'*in extremis*.

Au total, avec l'effet conjugué des diverses mesures prises tant sur les recettes que sur les dépenses et des stabilisateurs automatiques, le déficit budgétaire a atteint 10 % du PIB en 2009 (soit 1 400 milliards de dollars), pour baisser à 8,8 % en 2010, 8,3 % en 2011 et 7,6 % prévus en 2012. Depuis le début de la crise, les recettes de l'État fédéral sont restées à peu près stables à 15 % du PIB (autour de 17 % avant la crise). La réduction du déficit depuis 2009 a donc principalement été assurée par la baisse des dépenses. La dette fédérale totale est passée de 65 % du PIB en 2007 à 105 % estimés à la fin 2012 (graphique 2).

Toutefois, l'impact sur l'économie de cet activisme budgétaire fédéral a été atténué par la quasi-stabilité en termes nominaux des dépenses et des recettes des entités subfédérales depuis 2008. La plupart d'entre elles sont tenues de voter des budgets en équilibre et leur accès à l'emprunt est restreint. Du début 2009 au début 2012, leur contribution moyenne à la croissance a été négative (-0,22 %).

Dans l'esprit des démocrates américains, l'augmentation du déficit fédéral vise à substituer la demande publique à une demande privée rendue atone en raison du désendettement des

Graphique 2. Dette fédérale des États-Unis par catégories de détenteurs (en % du PIB)



Source: Office of Management and Budget.

ménages (graphique 3), ces derniers ayant consacré au désendettement une partie de l'épargne supplémentaire qu'ils ont générée après la crise. L'objectif de la politique budgétaire est donc d'enrayer une spirale potentiellement dépressive plutôt que de stimuler l'économie et accélérer la croissance. C'est pourquoi la question de l'effet multiplicateur de cette dépense est relativement secondaire. Les études réalisées pour tenter de mesurer cet effet multiplicateur n'apportent pas, au demeurant, un éclairage définitif à ce sujet mais elles laissent penser que, si cet effet multiplicateur existe, il est très limité.

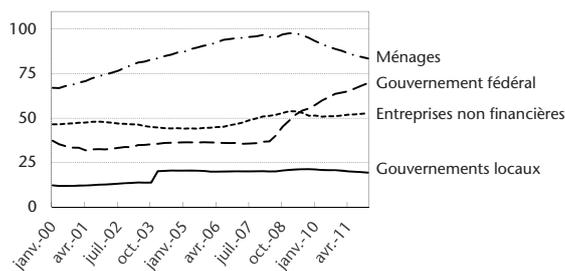
### Les thèmes de la campagne

Il n'est pas usuel que les candidats à la présidence ou au Congrès proposent aux électeurs un programme économique d'ensemble, notamment parce que cela pourrait empêcher un rassemblement d'intérêts divergents sur leur nom, en vue de leur (ré)élection. Toutefois, comme cela avait déjà été bien perçu par Bill Clinton en 1992, la situation économique joue un rôle important dans le choix du Président par les électeurs. Les débats évoquent principalement cinq grands thèmes : le budget, l'emploi et la réindustrialisation, les inégalités et la finance.

#### *Taxer plus ou dépenser moins ?*

Le débat budgétaire lors des *mid-term elections* de novembre 2010 avait été dominé par les positions radicales et virulentes, hostiles à la dépense publique, qu'incarnait le Tea Party. Le débat

Graphique 3. Dette des agents non financiers aux États-Unis  
(en % du PIB)



Source: Federal Reserve Board.

engagé en vue de l'élection présidentielle de 2012 est plus classique et traite de thèmes voisins de ceux que l'on a connus depuis une quinzaine d'années.

En matière de recettes, les républicains défendent la prorogation, à leur échéance fin 2012, des baisses d'impôts que le Président Bush avait fait adopter lors de son premier mandat, qui profitent essentiellement aux ménages les plus aisés. Des mesures fiscales incluses dans les plans de relance de 2009-2010 viennent également à échéance en même temps que les baisses d'impôts de George W. Bush. L'idée des républicains est que l'impôt fédéral sur les hauts revenus est confiscatoire et antiéconomique. Barack Obama estime que ces réductions d'impôts ne doivent être maintenues que pour les ménages qui gagnent moins de 250 000 dollars américains.

Le débat sur les dépenses est encore plus ancien. Son principal objet est l'aménagement des programmes sociaux directement pris en charge par le budget fédéral (*entitlements*) : la retraite par répartition (*Social security*), la couverture maladie des personnes âgées (*Medicare*) et l'assurance médicale des personnes pauvres ou handicapées (*Medicaid*). Ces programmes représentent 47 % des dépenses hors intérêts de l'État fédéral et 10,4 % du PIB. Comme les programmes similaires ailleurs, ils sont menacés par la dynamique démographique et, plus qu'ailleurs, par la difficulté que les États-Unis ont à maîtriser l'augmentation de leurs dépenses de santé qui représentaient 17,6 % du PIB en 2010, soit de très loin le niveau le plus élevé des pays de l'OCDE (les Pays-Bas viennent en deuxième à 12 %, la Suisse et la France viennent ensuite).

Depuis mai 2012, le débat budgétaire s'est en outre focalisé autour de la notion de « falaise budgétaire ». Si rien n'est décidé d'ici la fin de l'année, les réductions d'impôts adoptées lors de la première présidence Bush, celles arrêtées au début de la présidence Obama et des subventions du budget fédéral à l'indemnisation des chômeurs viendront automatiquement à échéance, soit selon J.P. Morgan 405 milliards de recettes supplémentaires et 40 milliards de dépenses en moins. En outre, près de 100 milliards de baisse de dépenses, notamment militaires, entreraient automatiquement en vigueur en application du compromis adopté pour mettre fin à la crise budgétaire de l'été 2011. Au total, environ 3,5 % du PIB seraient « retirés » de l'économie, entraînant une contraction de cette dernière de 1,3 % au premier semestre 2013, selon le Congressional Budget Office (CBO).

Toutefois, le CBO insiste également sur le fait que seule l'application effective des règles en vigueur est susceptible de permettre à l'État fédéral de dégager un excédent primaire et, si les taux restent bas, de faire diminuer la dette. Si, au contraire, les politiques actuelles sont maintenues la dette de l'État fédéral pourrait dépasser 200 % du PIB à l'horizon 2037.

#### *Le retour au plein emploi : une illusion ?*

Outre sa longue durée, la récession de 2008-2009 a été remarquable par son exceptionnelle incidence sur l'emploi. Entre décembre 2007 et janvier 2010, l'emploi non agricole a baissé de 8,8 millions (- 6,4 %) soit davantage – en termes relatifs et absolus – que lors de chacune des récessions qui se sont produites après la Seconde Guerre mondiale.

Depuis le début de 2010, la reprise de l'emploi est très lente. En deux ans et demi, le total des emplois non agricoles n'a augmenté que de 3,1 millions (+ 3,0 %) et son niveau était inférieur en juin 2012 de près de 3,6 % à ce qu'il était à la fin 2007 (alors que le niveau du PIB était supérieur).

Cette lenteur de l'ajustement de l'emploi à la croissance est apparue avec la récession de 2001 (graphique 4), mais la diminution de l'emploi n'avait alors été que de 2 % et le niveau initial d'emploi avait été retrouvé au bout de 19 mois.

Les explications de ce phénomène restent incertaines. Comme pour les inégalités (*cf.* ci-dessous), le rôle croissant joué par les technologies dans les processus de production et la concurrence des pays à bas coûts de main-d'œuvre sont mis en avant. Le

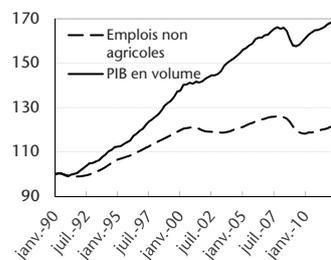
développement technologique et la mondialisation contribueraient à une polarisation géographique de la production qui serait défavorable à l'emploi. Il est très probable que ces facteurs jouent un rôle mais leur contribution n'est pas quantifiée de manière irréfutable tandis que d'autres dynamiques peuvent être à l'œuvre.

Malgré l'ampleur de la récession, le taux de chômage est resté inférieur au pic de 10,2 % qu'il avait connu au début des années 1980. Le pic maximum, atteint à la fin de 2009, n'a cette fois-ci pas dépassé 10 % (graphique 5). En deux ans, il a baissé de 1,7 à 1,8 point mais il stagne depuis le début de l'année 2012 autour de 8,1 %-8,3 %, soit un niveau très élevé aux standards américains. Cette baisse a été obtenue pour une part grâce à une diminution supérieure à 1 % du taux de participation, qui est désormais inférieur à 64 %, alors qu'il avait dépassé 67 % à la fin des années 1990, et à une forte augmentation de l'emploi à temps partiel non choisi.

L'augmentation du chômage s'est logiquement accompagnée d'un allongement de sa durée, phénomène également nouveau aux États-Unis. Au début de 2010, plus de 4 % de la population active américaine était au chômage depuis plus de 6 mois et ce pourcentage n'a que modérément régressé (3,5 % à la mi-2012).

Graphique 4. Croissance et emploi aux États-Unis

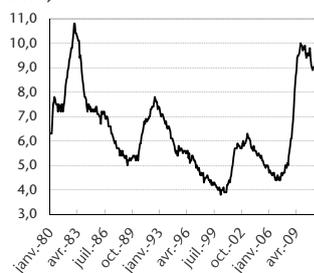
(base 100 = 01/01/1990)



Source: Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis.

Graphique 5. Taux de chômage mensuel (CVS)

(chômeurs en % de la population active civile)



Source: Bureau of Labor Statistics.

### La réindustrialisation

Comme en France, la désindustrialisation de l'économie est une préoccupation centrale des autorités américaines et l'idée d'un renouveau de ce secteur fait l'objet d'un consensus politique.

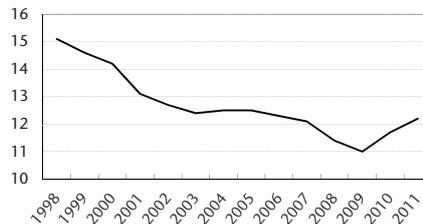
L'industrie manufacturière américaine a perdu 32 % de ses emplois entre 1998 et 2009 et sa valeur ajoutée est passée de 16 % à 11 % du PIB pendant la même période. L'idée selon laquelle l'industrie (*manufacturing*) serait remplacée par les services, un temps à la mode, semble avoir vécu même si, comme le soulignent les auteurs d'un récent rapport de la New America Foundation (NAF), dans le même temps, les transformations qui affectent l'industrie érodent les frontières entre le secteur manufacturier et les services.

Aujourd'hui, l'industrie apparaît comme la clé du redressement du commerce extérieur et les effets induits sur le reste de l'économie de son développement seraient très supérieurs à ceux des services. Le rapport de la NAF mentionne deux estimations de ces effets : celle du Bureau of Economic Analysis (BEA, service du Department of Commerce), selon laquelle pour chaque dollar de demande finale de produits manufacturés, 55 cents proviennent du secteur manufacturier et 45 cents des autres secteurs de l'économie ; et celle du Manufacturing Institute (lié à une organisation professionnelle), pour qui la production manufacturière induirait 7 millions d'emplois dans les autres secteurs.

Depuis 2010, des signes d'une reprise sont perceptibles. En 2010-2011, l'industrie américaine a connu sa période de plus forte croissance en emplois depuis la fin des années 1990 (+ 241 000 emplois au total). Sa part dans le PIB a retrouvé en 2011, son niveau de 2007 (graphique 6). Cette croissance est toutefois due à un nombre limité de sous-secteurs, à forte intensité capitalistique et donc peu créateurs d'emplois : l'électronique, le pétrole et la chimie.

Ce renouveau de l'industrie américaine aurait plusieurs causes : la hausse des salaires en Chine et dans d'autres pays émergents, les gains de productivité dans l'industrie et l'impulsion donnée

Graphique 6. Part de l'industrie manufacturière dans le PIB des États-Unis (en %)



Source: Bureau of Economic Analysis.

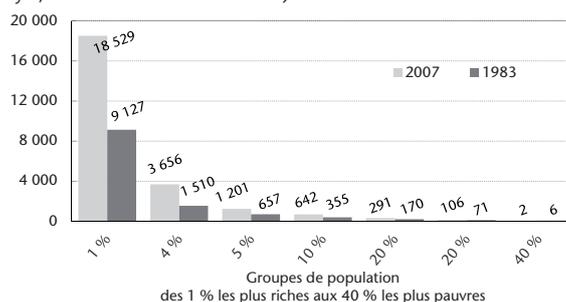
par l'augmentation de la production de gaz de 24 % entre 2006 et 2011, liée à l'introduction des technologies de fracturation hydraulique (les « gaz de schiste »). Toutefois, les signes sont difficiles à interpréter. Il pourrait ne s'agir que d'un phénomène de rattrapage et non d'une réelle dynamique.

#### Les inégalités

Tous les indicateurs pointent le fait que les inégalités de revenus et de richesse aux États-Unis se sont accrues à partir de 1980. Les travaux de Thomas Piketty et Emmanuel Saez [2003, 2010] montrent par exemple que 1 % des ménages au haut de l'échelle des revenus ont vu ces derniers augmenter en termes réels de 58 % entre 1993 et 2010 alors que ceux des 99 % autres n'ont crû que de 6,4 %. La part des revenus des 10 % les plus élevés est passée de 33 % à la fin des années 1970 à 46 % en 2010. Les premiers calculs effectués sur la période de reprise 2009-2010 montrent que, loin de disparaître, cette tendance s'est encore accentuée (le « top 1 % » s'est approprié 93 % de l'augmentation des revenus sur cette période). Comme c'est généralement le cas, les inégalités de patrimoine amplifient les inégalités de revenus. Un travail réalisé sur des données de 1983 et 2007 (graphique 7) montre par exemple que le patrimoine des 1 % les plus riches a doublé en valeur constante durant cette période (passant de 9,1 à 18,5 millions de dollars) alors que celui des 40 % les plus pauvres a baissé (passant de 6 000 à 2 000 dollars). D'autres travaux [Kopczuk *et al.*, 2010]

Graphique 7. La concentration de la richesse nette aux États-Unis, 1983-2007

(par foyer, en milliers de dollars de 2007)



montrent que la mobilité dans l'échelle des revenus des hommes s'est ralentie depuis les années 1970, et celle des femmes n'a augmenté qu'en raison de l'augmentation de leur taux d'activité.

Les origines de l'augmentation des inégalités de revenus aux États-Unis sont très débattues. Alan Krueger [2012], actuel président du Council of Economic Advisers du Président Obama et lui-même économiste spécialisé dans les questions d'emploi, mentionne parmi les facteurs possibles : 1) l'importance croissante des technologies dans les processus de production qui favoriserait les plus éduqués ; 2) la concurrence des salariés des pays à bas coûts de main-d'œuvre ; 3) le recul de la syndicalisation ; 4) la baisse du niveau réel du salaire minimum ; 5) la réduction de la progressivité de l'impôt et 6) les très hauts salaires dans le secteur de la finance. Toutefois, l'impact de chacun de ces facteurs ne peut être mesuré avec précision, ce qui laisse place à la controverse.

Divisés sur ses origines, les économistes discutent également les conséquences de la montée des inégalités. Des économistes keynésiens font valoir que la moindre propension marginale à consommer des plus riches (qui a notamment été documentée par les travaux de Dynan *et al.* [2004]) a pesé sur la demande agrégée, d'autant que la forte baisse des droits de succession adoptée au début de la décennie constituait une incitation à l'épargne pour les générations futures. Toutefois, cet effet n'a pas été quantifié. Raghuram Rajan [2010] a de son côté souligné que la montée des inégalités a joué un rôle important dans le déclenchement de la crise de 2008-2009. L'augmentation de la dette des ménages américains entre 2000 et 2007 (graphique 3) était, en effet, plus assise sur une augmentation de la richesse autoentretenu par la bulle immobilière que sur des augmentations de revenus. Enfin, Alan Krueger [2012] fait référence au modèle de Person et Tabelini [1994] dans lequel les politiques économiques mises en œuvre dans les sociétés où les inégalités sont fortes taxent l'investissement et les activités porteuses de croissance aux fins de redistribuer le revenu et, de ce fait, pèsent sur la croissance de long terme.

#### *La solidité du secteur financier*

L'implosion du système financier américain à l'automne 2008 a ravivé les souvenirs de la crise des années 1930 mais aussi ceux, plus récents, de la « décennie perdue » du Japon. Non exempt de

tâtonnements, le plus remarquable restant la faillite de Lehman Brothers, la politique qui a été mise en œuvre s'est progressivement voulue globale aux fins d'éviter une nouvelle crise systémique. Elle comprend cinq volets. Les trois premiers concernent la gestion de la crise (extension du rôle de prêteur en dernier ressort de la Fed, participation du Trésor américain à la recapitalisation du secteur bancaire, prise en charge par le budget d'une partie des coûts de la crise immobilière), les deux autres la consolidation du secteur financier (test de la résilience du secteur financier et réforme de la régulation financière).

Les coûts directs de la gestion de la crise financière par la Fed et le Trésor sont désormais cernés et apparaissent relativement limités.

Pendant la crise, le rôle de prêteur en dernier ressort de la Fed s'est étendu bien au-delà des banques américaines régulées pour concerner presque tous les segments en détresse des marchés de capitaux. En mai 2012, la Fed portait encore à l'actif de son bilan 25 milliards de dollars de prêts accordés au titre de ces différentes facilités. Dans ses comptes de l'année 2011, elle estimait à moins de 4 milliards de dollars la perte maximale qu'elle pourrait réaliser sur ces engagements.

La Fed a également joué un rôle de prêteur en dernier ressort international au travers d'une politique de *swaps* avec de nombreuses banques centrales étrangères pour pallier les conséquences de la crise de liquidité en dollars des banques non américaines. Ces *swaps* font porter le risque de change au bénéficiaire et la Fed ne doit assumer que le risque de contrepartie. Elle avait 22 milliards d'engagements à ce titre en mai 2012.

Le Trésor américain a participé au sauvetage et à la recapitalisation du secteur financier en puisant dans un fonds d'intervention de 700 milliards de dollars, connu sous l'acronyme TARP (Troubled Asset Relief Program) qui lui a été attribué par le Congrès en octobre 2008. Ce fonds a également été utilisé pour financer le sauvetage de l'industrie automobile et des procédures de soutien à la restructuration des prêts hypothécaires. Selon un récent rapport du Congressional Budget Office (CBO), les opérations du TARP en direction du secteur financier devraient lui rapporter 3 milliards de dollars (25 milliards de gains pour les opérations hors AIG et 22 milliards de pertes pour AIG).

Mais l'État fédéral supporte par ailleurs des coûts importants liés à la crise immobilière. D'une part, il a assumé *de facto* les

perdes très importantes des institutions financières spécialisées dans le financement de l'immobilier (principalement Freddie Mac et Fannie Mae) au travers d'un mécanisme de recapitalisation automatique de ces institutions dans lequel les autorités avaient investi 130 milliards de dollars en mars 2011. D'autre part, il a engagé de nombreuses initiatives, regroupées dans le cadre du programme *Making Home Affordable* visant à faciliter soit la mise en place de nouveaux financements hypothécaires, soit la restructuration de financements antérieurs. Enfin, le programme fédéral de garantie directe des prêts hypothécaires (Federal Housing Administration – FHA) a été fortement développé. Aucune estimation globale des coûts pour l'État fédéral de ces interventions n'est disponible mais il est très probable qu'ils dépasseront de très loin ceux engagés pour le sauvetage et la recapitalisation du secteur financier.

La résilience des établissements financiers systémiques américains a été testée à deux reprises par la Fed en mars 2009 et au début 2012. Le premier exercice avait joué un rôle important dans la mesure où le besoin de capitaux qu'il faisait apparaître était important (75 milliards de dollars) mais suffisamment faible pour pouvoir être couvert par la restructuration des bilans, les profits des banques et des financements de marché. Le second exercice (*Comprehensive Capital Analysis and Review*) s'est déroulé au début de 2012. Une seule banque (Ally Financial) ne parvenait pas à maintenir ses ratios réglementaires de capitalisation en cas de réalisation du scénario le plus défavorable défini par la Fed. Aucune banque n'a été contrainte d'augmenter son capital immédiatement. Quatre, dont Citigroup, ont dû soumettre un nouveau plan, plus conservateur, de rétrocession d'une partie de leur capital à leurs actionnaires sous forme de rachat d'actions ou de versement de dividendes. Selon la Fed, le *Tier 1 Common Capital* (la partie des fonds propres la plus susceptible d'absorber les pertes) des 19 plus grands groupes financiers a augmenté de 81 % entre 2009 et 2012. Si ces données apparaissent plutôt rassurantes, plusieurs scandales concernant le secteur financier américain ont été révélés au premier semestre 2012 qui laissent penser que les pratiques de ce dernier ne sont pas assainies : faillites suite à des opérations menées avec les fonds des clients (MF Global, Peregrine), pertes importantes et partiellement dissimulées (J.P. Morgan) et participation des banques américaines à la manipulation du Libor.

Le bilan de la profonde réforme de la régulation financière engagée en 2010 est beaucoup plus mitigé. Rompant avec la doxa qui prévalait depuis plus de vingt ans, selon laquelle la régulation du système financier est principalement assurée par la « discipline de marché », le *Dodd-Franck Act* de juillet 2010 tentait de remédier – parfois de manière assez confuse et désordonnée – aux nombreux dysfonctionnements constatés pendant la crise tant en matière de gestion des crises que de prévention. Déjà très long, ce texte prévoyait la rédaction par les agences en charge de la régulation et le Trésor de 398 textes d'application à la rédaction desquels a été consacré l'essentiel des deux années qui viennent de s'écouler. Selon un rapport rédigé par le cabinet spécialisé Davis Polk, au 2 juillet 2012, 30 % des textes prévus seulement ont été adoptés (alors que 55 % auraient dû l'être) et 36 % des textes n'ont pas encore été soumis aux procédures de concertation publique.

L'opinion qui prévaut est que les lobbies du secteur financier ont tiré parti de la multiplicité et de la technicité des textes d'application et du morcellement persistant des institutions de régulation financière pour réduire fortement la portée des dispositions initiales. En outre, le *Dodd-Franck Act* procédait lui-même plus de compromis politiques au moment de sa rédaction que d'une réponse cohérente et exhaustive à une analyse rigoureuse des dysfonctionnements antérieurs.

### Conclusion

Le rôle institutionnel du Président des États-Unis en matière législative et budgétaire est limité. Il est fondé sur l'influence qu'il peut avoir dans un processus de négociation dans lequel il ne dispose que d'un seul pouvoir, le droit de veto sur les textes votés par le Congrès. Les membres du Congrès sont eux-mêmes très indisciplinés. C'est avec ces pouvoirs limités que la future administration devra gérer les grands défis économiques qui l'attendent : mise en œuvre d'une politique budgétaire de long terme qui rassure les créanciers sans que l'ajustement ne pèse trop sur une conjoncture fragile, rendre l'économie américaine plus riche en emplois mais aussi – certainement – mettre en place les filets de sécurité qui lui permettent de vivre avec un volet plus importants de chômeurs, contribuer à la stabilisation, voire au redressement des comptes extérieurs et à la réindustrialisation du pays, enfin, assainir vraiment les pratiques du secteur financier.

### Références bibliographiques

- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE [2012], *System Comprehensive Capital Analysis and Review 2012 : Methodology and Results for Stress Scenario Projections*, mars.
- CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE [2011], *The Budgetary Cost of Fannie Mae and Freddie Mac and Options for the Future Federal Role in the Secondary Mortgage Market*, juillet.
- [2012], *Report on the Troubled Asset Relief Program*, mars.
- [2012], *The 2012 Long-Term Budget Outlook*, juin.
- CONGRESSIONAL RESEARCH SERVICE [2010], *Rulemaking Requirements and Authorities in the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, novembre.
- DAVIS POLK REGULATORY TRACKER™ [2012], *Dodd-Frank Progress Report*, juillet.
- DYNAN K. E., SKINNER J. et ZELDES S. P. [2004], « Do the rich save more ? », *Journal of Political Economy*, vol. 12, n° 2, p. 397-444.
- FEDERAL RESERVE SYSTEM [2012], *Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet*, juin.
- KOPCZUK W., SAEZ E. et SONG J. [2010], « Earnings inequality and mobility in the United States : evidence from Social Security data since 1937 », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n° 1, p. 91-128.
- KRUEGER A. B. [2012], *The Rise and Consequences of Inequality in the United States, Remarks delivered to the Center for American Progress*, Washington, 12 janvier.
- OCDE [2012], *Health Data 2012, How Does the United States Compare ?*
- LIND M. et FREEDMAN J. [2012], *Value Added : America's Manufacturing Future*, New America Foundation, avril.
- PERSSON T. et TABELLINI G. [1994], « Is inequality harmful for growth ? », *American Economic Review*, vol. 84, n° 3, juin, p. 600-621.
- PIKETTY T. et SAEZ E. [2003], « Income inequality in the United States, 1913-1998 », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, n° 1, p. 1-39.
- [2010], Data update to « Income inequality in the United States, 1913-1998 », <<http://elsa.berkeley.edu/~saez/TabFig2008.xls>>.
- RAJAN R. G. [2010], *Fault Lines : How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, reprint edition.
- THE BOSTON GLOBE [2012], « Two years later, Dodd-Frank law is largely stalled », juillet.
- THE MANUFACTURING INSTITUTE [2009], *The Facts About Modern Manufacturing*, 8<sup>e</sup> édition.
- WOLFF E. N. [2010], *Recent Trends in Household Wealth in the United States : Rising Debt and the Middle-Class Squeeze - an Update to 2007*, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, mars.