

L'économie américaine après le choc

Anton Brender, Florence Pisani
CEPII L'Economie Mondiale 2010

Sommaire

Un déraillement spectaculaire	2
<i>L'endettement des ménages : réponse à un partage salaires/profits déséquilibré ou à une montée des inégalités ?</i>	2
<i>L'endettement des ménages, régulateur conjoncturel victime du laxisme des autorités</i>	5
Une remise sur rails difficile	6
<i>De nouveaux déséquilibres</i>	6
<i>Les issues possibles</i>	8

Depuis la fin des années 1990, les déséquilibres financiers se sont accumulés aux États-Unis. L'endettement des ménages et leurs dépenses ont connu une progression rapide et contribué pendant presque dix ans à soutenir non seulement la croissance américaine, mais aussi, le déficit extérieur se creusant continûment, celle du reste du monde. La crise financière qui a pris une forme aiguë à l'automne 2008 a mis un terme brutal à cette évolution. Les déséquilibres financiers n'en ont pas, pour autant, cessé : face à l'arrêt brutal de l'endettement privé, l'État fédéral, pour tenter de stabiliser une activité en chute libre, a laissé filer son déficit à une vitesse jamais vue depuis la Seconde Guerre mondiale. Il n'a toutefois pas pu empêcher le taux de chômage de dépasser 9 % mi-2009. Après ce choc, remettre l'économie américaine sur la voie du plein-emploi va être délicat. Car, si la dépense des ménages a bien été le moteur de l'activité américaine, le rythme de leur endettement servait à régler celui de la croissance économique. Ce levier est, pour quelques années au moins, inutilisable. La politique économique va donc devoir piloter l'activité, sur une voie étroite, en s'appuyant essentiellement sur le levier budgétaire et sur celui du change.

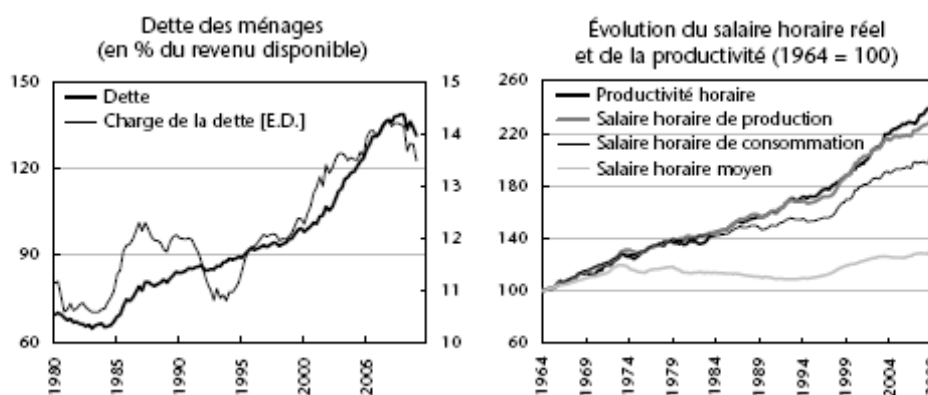
Un déraillement spectaculaire

L'endettement des ménages : réponse à un partage salaires/profits déséquilibré ou à une montée des inégalités ?

La crise financière est parfois vue comme le dénouement inévitable d'une évolution engagée de longue date. **La pression des actionnaires conduisant à un partage de la valeur ajoutée de plus en plus défavorable aux salariés, ces derniers n'ont pu faire progresser leur niveau de vie qu'en s'endettant massivement.** D'où une réduction constante de leur taux d'épargne et une montée de la charge de leur dette vers des niveaux insoutenables.

Cette vision s'appuie sur une série d'observations empiriques : entre 1964 et 2008 (graphique 1), le salaire horaire moyen (average hourly earnings) a progressé de seulement 30 % en termes réels alors que les gains de productivité étaient, eux, de... 140 % ! Sur la dernière décennie, les observations sont plus frappantes encore. Entre décembre 2001 et 2006, la part des profits dans la valeur ajoutée a crû spectaculairement, passant de 8,8 % du revenu national à plus de 13,7 %. En même temps, l'endettement des ménages s'est nettement accéléré : après avoir progressé continûment de 70 % à 100 % de leur revenu entre 1980 et 2000, il est brutalement monté à près de 140 % entre 2000 et 2006. **Les effets sur la demande d'un partage de la valeur ajoutée toujours plus défavorable aux ménages auraient ainsi été « compensés » par une montée de leur endettement**, et la crise qui éclate en 2007 marquerait la fin d'un « modèle de croissance » qui ne pouvait mener qu'à une impasse.

Graphique 1. Endettement des ménages et évolution du salaire horaire



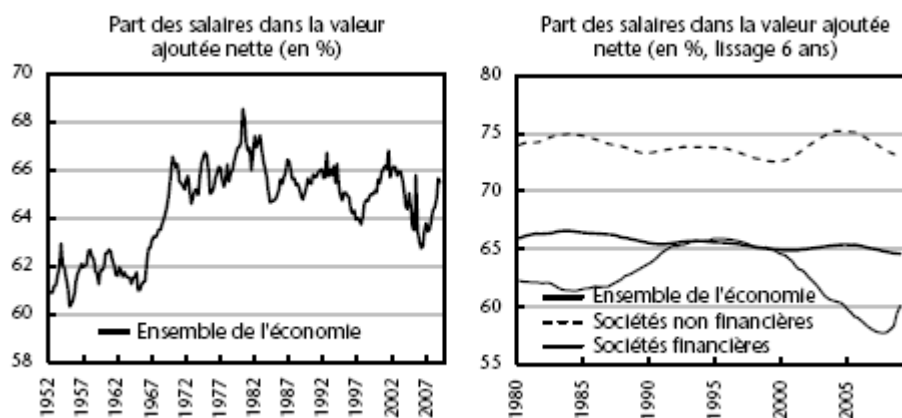
N.B. Les séries de salaires et de productivité utilisées ici sont celles de l'Office of Productivity and Technology pour le secteur productif non agricole. Le salaire horaire de production est la rémunération horaire déflatée par l'indice implicite des prix du secteur des entreprises non agricoles ; le salaire réel de consommation est la rémunération horaire déflatée par l'indice des prix à la consommation.

Sources : BEA, BLS, Thomson Datastream, calculs des auteurs.

Une analyse plus précise conduit toutefois à nuancer ces conclusions. L'indicateur de salaire horaire moyen mentionné plus haut ne concerne que les emplois d'exécution. Or, si l'on s'intéresse au partage de la valeur ajoutée, il faut comparer l'évolution de la productivité du travail à la rémunération horaire **totale** (primes diverses et charges sociales incluses) de l'**ensemble** des salariés. En l'occurrence l'indicateur publié par l'Office of Productivity and Technology est ici le plus pertinent. Pour la même raison, il convient de déflater cette rémunération horaire nominale non par l'indice des prix à la consommation, mais par celui des prix implicites de la valeur ajoutée. On constate alors (graphique 1) que le « salaire réel de production » ainsi obtenu suit à peu près la productivité. **Contrairement à une idée souvent reçue, aucune évolution majeure du partage du revenu national entre capital et travail ne semble donc être intervenue au cours des dernières décennies aux États-Unis.**

L'évolution sur la longue période de la part des salaires dans la valeur ajoutée le confirme (graphique 2). Le montant des salaires fluctuant moins que celui des profits, cette part évolue de façon largement cyclique : elle monte lorsque la conjoncture décélère et baisse lorsqu'elle accélère. Ainsi, sa remontée récente est liée à la contraction très rapide des profits en 2008 (en recul de près de 20 % au premier trimestre 2009 par rapport à l'année précédente) – mais sa baisse entre 2001 et 2006 était tout aussi cyclique [Lawrence, 2008]. **Lissée sur six ans – la durée moyenne d'un cycle – la part des salaires (dans la valeur ajoutée de l'ensemble de l'économie comme dans celle des seules sociétés) a diminué de moins de deux points sur les vingt-cinq dernières années, un ordre de grandeur sans rapport avec la hausse de l'endettement des ménages observée sur ces mêmes années.** Notons d'ailleurs que ce mouvement est le reflet de la progression très rapide des profits du secteur financier : la masse salariale a progressé plus vite dans ce secteur que dans le reste de l'économie, mais la part des salaires y a baissé. Pour les entreprises non financières, cette part est restée stable depuis 1990.

Graphique 2. Évolution du partage de la valeur ajoutée



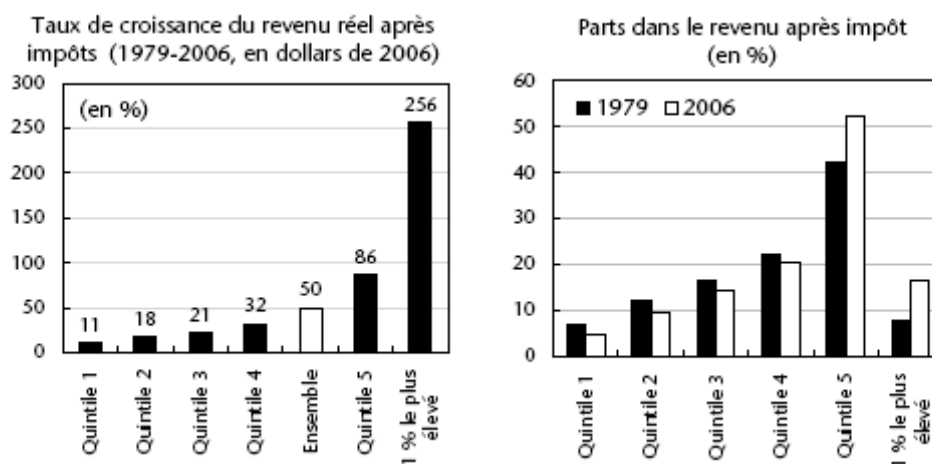
Sources : BEA ; Thomson Datastream.

Au total, l'évolution du partage de la valeur ajoutée est loin d'avoir été aussi spectaculaire aux États-Unis que dans d'autres pays développés : en Allemagne, entre 1997 et 2008, la part des salaires dans la valeur ajoutée a baissé de plus de cinq points, sans d'ailleurs que, sur cette période, le poids de l'endettement des ménages ne change.

Le trait marquant de la dernière décennie réside moins dans une modification du partage de la valeur ajoutée entre salaires et profits que dans une montée spectaculaire des inégalités de revenus entre ménages. Selon les données du Congressional Budget Office (CBO), entre 1979 et 2006, alors que le revenu réel moyen après impôt progressait de 50 %, celui des ménages appartenant au quintile inférieur augmentait à peine d'une dizaine de pour-cent. Sur la même période, les revenus des ménages du quintile supérieur augmentaient, eux, de plus de 85 % et ceux des 1 % les mieux rémunérés de... 256 %. En 2006, la part du quintile supérieur dans le revenu après impôt était ainsi de 52 %, celle du seul centile supérieur de plus de 16 % (graphique 3). Cette déformation de la distribution des revenus en faveur de ceux qui gagnent le plus n'est pas un phénomène nouveau, mais elle s'est accélérée fortement depuis le milieu des années 1990 : entre 1979 et 1994, le revenu réel des ménages du centile supérieur a progressé de 50 % ; entre 1994 et 2006, il a crû de 130 % (alors même que la période est plus courte).

L'évolution de la distribution des revenus entre ménages – à défaut de celle du partage salaires/profits – pourrait donc expliquer la montée de leur endettement : pour éviter une stagnation de leur niveau de vie, beaucoup de ménages n'avaient d'autre choix que de s'endetter. Les plus pauvres, en particulier, ont pu le faire grâce au développement des prêts subprime.

Graphique 3. Inégalités de revenus entre ménages

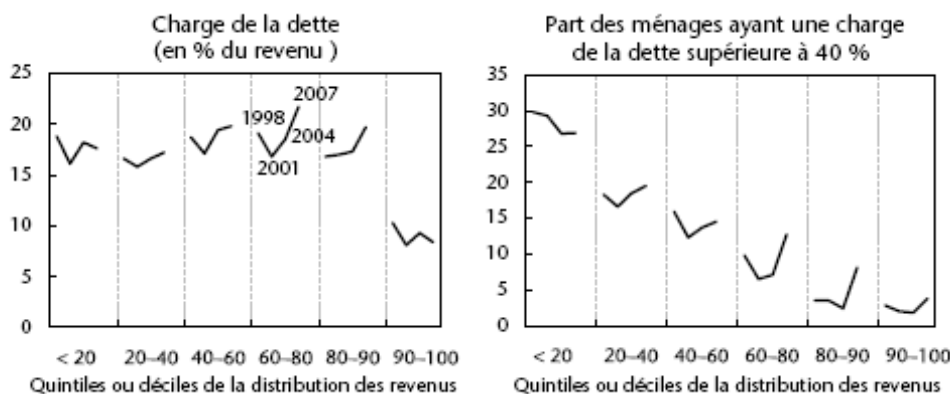


N.B. Contrairement aux données de l'Internal Revenue Service, celles du CBO couvrent l'ensemble de la population (y compris les ménages qui n'ont pas de revenu ou un revenu si faible qu'ils ne paient pas d'impôt).

Source : CBO.

Toutefois, les données disponibles – celles du Survey of Consumer Finance, réalisé tous les trois ans par la Réserve fédérale – ne confirment que partiellement cette vision. Ainsi, entre 1998 et 2007, la hausse de la charge de la dette a été nettement plus forte chez les ménages aux revenus intermédiaires, voire élevés (à l'exception de ceux du décile supérieur) (graphique 4).

Graphique 4. Endettement des ménages selon leur catégorie de revenus en 1998, 2001, 2004 et 2007.



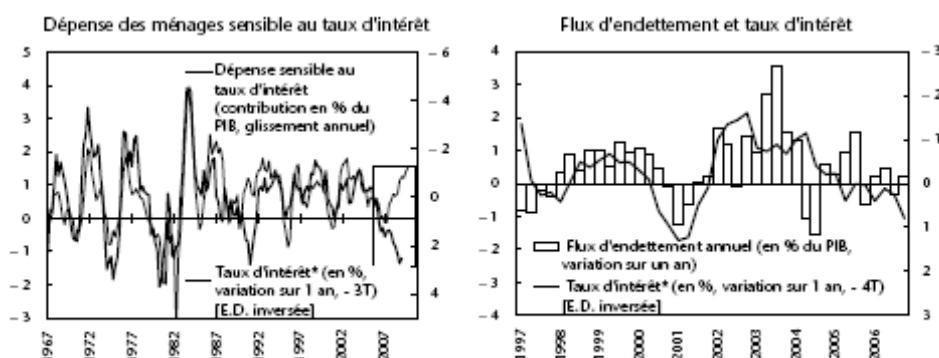
Source : Réserve fédérale.

Et, si c'est bien parmi les ménages américains aux revenus les plus faibles que l'on trouve la plus grande proportion de ménages surendettés, c'est surtout parmi ceux dont les revenus se situent au-dessus de la médiane que cette proportion a crû depuis le début de la décennie (y compris d'ailleurs parmi ceux du décile supérieur). Si l'on veut comprendre pourquoi l'endettement est monté de façon aussi générale, il faut prendre en compte son rôle dans la mécanique même du réglage conjoncturel : l'endettement des ménages a augmenté de manière rapide à partir de la fin des années 1990 parce que la politique monétaire a répondu par des taux d'intérêt bas à la succession rapprochée de chocs récessifs auxquels l'économie américaine a été confrontée.

L'endettement des ménages, régulateur conjoncturel victime du laxisme des autorités

L'endettement des ménages est, aux États-Unis, une pièce centrale du dispositif par lequel la politique monétaire a prise sur l'économie réelle : les dépenses des ménages financées à crédit (leurs achats de biens durables et l'investissement résidentiel) répondent très rapidement aux mouvements de taux d'intérêt (graphique 5) et constituent un canal privilégié de la transmission des impulsions de la politique monétaire. Par ce biais, une hausse ou une baisse des taux conduit rapidement à un freinage ou à une accélération de la dépense intérieure.

Graphique 5. Comportements de dépense et d'endettement des ménages



* Le taux d'intérêt est défini comme une moyenne pondérée du taux long hypothécaire (poids de 80 %) et du taux directeur (poids de 20 %).

Source : Thomson Datastream, calculs des auteurs.

En lui-même, un tel mécanisme n'a rien d'aberrant : lorsque l'économie traverse une conjoncture déprimée, la baisse des taux incite les ménages à avancer les dépenses de leur cycle de vie financées à crédit, soutenant ainsi la demande intérieure ; une hausse des taux les conduit au contraire à reporter ces dépenses lorsque, la conjoncture repartant, leur progression impliquerait une augmentation excessive de la demande. La partie de la dépense des ménages financée par endettement joue donc dans la régulation conjoncturelle un rôle comparable à celui de l'endettement public... avec toutefois l'avantage d'une **grande souplesse de maniement**. Cette souplesse a permis un réglage plus précis de la conjoncture et **contribué à la relative stabilité de la croissance américaine depuis le début des années 1990**.

Ce rôle de l'endettement des ménages est clairement illustré par le graphique 5 (à droite). Toutes choses égales par ailleurs, l'impulsion donnée à la conjoncture est liée en effet à la variation du flux de leur endettement, variation qui suit, depuis le milieu des années 1990, assez précisément, celle des taux d'intérêt. On constate toutefois, sur ces mêmes années, que les impulsions données par ces derniers ont été nettement plus importantes à la hausse qu'à la baisse. **L'économie américaine ayant eu à faire face successivement aux forces récessives liées à la crise asiatique, puis à l'éclatement de la bulle boursière et, à partir de 2003, à la hausse du prix du pétrole, l'endettement des ménages a été poussé plus souvent à augmenter qu'à baisser.** Or si la politique monétaire peut inciter les ménages à anticiper, en s'endettant, une partie du revenu de leur cycle de vie, elle ne peut augmenter ce dernier. **Pour que l'endettement des ménages puisse sans danger être utilisé comme levier de régulation macroéconomique, des**

dispositifs microéconomiques sont nécessaires pour prévenir le surendettement. Ce sont justement ces dispositifs que les nouveaux produits d'emprunt et la complaisance des autorités de surveillance ont peu à peu éliminés. Ainsi, les prêts subprime, dont l'usage explose à partir du début des années 2000, ont fait disparaître une caractéristique essentielle des prêts hypothécaires traditionnels (prime) : la limite fixée à la capacité d'endettement des emprunteurs par leur revenu.

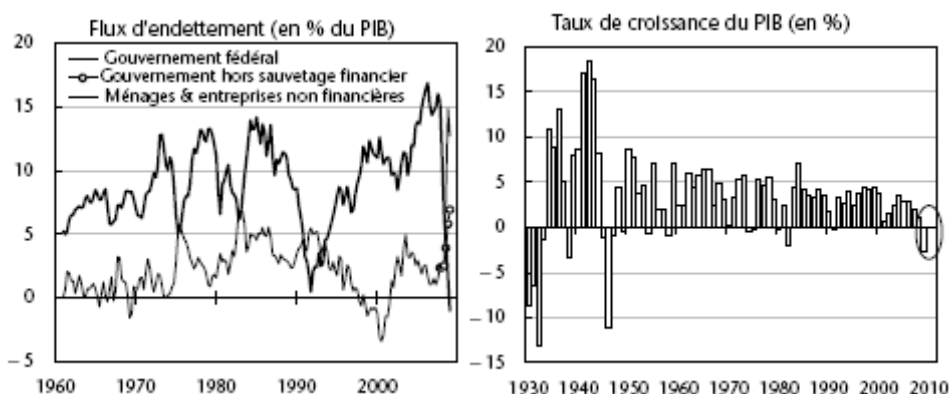
Cette dissolution progressive des freins à une montée excessive de l'endettement des ménages explique que, à partir du milieu de la décennie, ce dernier n'ait pas ralenti alors même que la politique monétaire devenait plus restrictive. Au lieu de remonter progressivement comme l'aurait impliqué normalement la saturation de leur capacité d'endettement, le taux d'épargne des ménages est resté bas... jusqu'à ce qu'éclate, en 2007, le caractère insoutenable des évolutions engagées. La paralysie du système de crédit et l'effondrement des prix d'actifs ont alors littéralement détruit le levier qui depuis une quinzaine d'années avait servi à piloter l'économie américaine (graphique 5 à gauche). Malgré une baisse profonde des taux d'intérêt, les ménages cessent soudain de s'endetter et leur taux d'épargne remonte brutalement, provoquant la contraction d'activité la plus forte observée depuis la Grande Dépression. Face à ce choc, les autorités ne disposaient plus que du Budget pour tenter de stabiliser la demande intérieure.

Une remise sur rails difficile

De nouveaux déséquilibres

Le choc de demande qui suit la déflagration provoquée par la faillite de Lehman Brothers est d'une violence exceptionnelle. En deux mois, le rythme des destructions mensuelles d'emplois est multiplié par quatre et dépasse 600 000 fin 2008. La réponse des autorités est énergique. La Réserve fédérale – qui a déjà injecté, par centaines de milliards de dollars, des liquidités sur le marché monétaire – s'engage dans une politique d'assouplissement quantitatif du crédit : fin novembre 2008, elle annonce un programme massif – 600 milliards de dollars – d'achat de titres émis ou garantis par les GSE (Fannie Mae et Freddie Mac), programme qu'elle étendra à 1 450 milliards de dollars en mars. La Fed décide aussi d'aider au financement de 1 000 milliards de dollars de crédits non hypothécaires titrisés (asset backed securities) et d'acheter 300 milliards de titres du Trésor. Ces mesures visent essentiellement à stabiliser le système financier et à remettre progressivement en état les canaux de distribution du crédit, ceux tournés vers les ménages notamment. Elles ne peuvent toutefois stabiliser rapidement la demande : face au durcissement brutal des conditions de crédit, mais aussi en raison de la détérioration rapide du marché du travail, les ménages – comme les entreprises d'ailleurs – n'empruntent plus et réduisent leurs dépenses. Entre fin 2007 et début 2009, la baisse du flux d'endettement des agents privés non financiers va être d'une ampleur jamais vue (16 points de PIB !). Ses effets sur la dépense intérieure seront amortis par une contraction du flux de placements financiers de ces mêmes agents et par une montée spectaculaire du déficit et de l'endettement publics. Mais, au dernier trimestre 2008 comme au premier trimestre 2009, le PIB n'en va pas moins baisser d'environ 6 % en rythme annuel. L'Administration Obama, nouvellement en place, sait que, pour éviter le pire, l'endettement public doit se substituer à l'endettement privé défaillant. À sa demande, le Congrès vote le plan de soutien budgétaire le plus important depuis un demi-siècle : l'impulsion fiscale, pour l'année 2009, est de 3 points de PIB. Malgré ce soutien, la contraction d'activité observée en 2009 – autour de 3 % si l'on retient les prévisions du FMI – sera la plus forte depuis la Seconde Guerre mondiale (graphique 6).

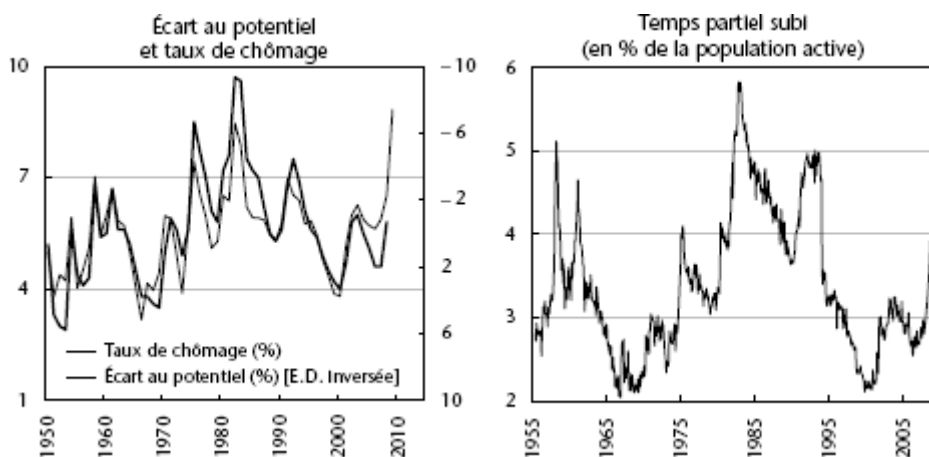
Graphique 6. Flux d'endettement par secteur et croissance du PIB



Sources : Thomson Datastream, Réserve fédérale.

Si le pire – une contraction d'activité comparable à celle observée au début des années 1930 – a pu être évité, la dégradation des finances publiques est massive : entre 2007 et 2009, la dette publique progresse de près de 20 points de PIB et le solde public passe (hors mesures de soutien financier) de - 1 % du PIB à - 7 %. La détérioration du marché du travail est, elle aussi, profonde : en 2009, l'activité économique tombe de plus de 7 points en dessous de son niveau potentiel. Et, même si l'on retient pour la prochaine décennie une croissance potentielle sensiblement plus faible que par le passé (2,3 % contre 3,5 % au début des années 2000), il faudra trois à quatre années de croissance à 4 % pour ramener le taux de chômage de 10 % à 6 %..., et ce, sans prendre en compte la hausse récente du travail à temps partiel subi (graphique 7).

Graphique 7. Marché du travail



Sources : CBO, Thomson Datastream.

Dans ce nouveau contexte, réduire les déséquilibres financiers domestiques tout en résorbant progressivement le chômage devient très difficile. Certes, l'endettement privé, celui des ménages en particulier, vient – brutalement – d'arrêter de progresser. Mais l'État américain va devoir rééquilibrer son budget s'il veut, à partir du milieu de la prochaine décennie, faire face sans tensions extrêmes

aux **charges liées au vieillissement de la population**. Dans cette perspective, le CBO a présenté, au printemps 2009, un scénario apparemment rassurant : **sous l'hypothèse d'un retour de l'économie à son potentiel fin 2014** – et donc d'une croissance réelle supérieure en 2011-2013 à la croissance potentielle (4 % comparés à 2,3 %) – **la partie cyclique du déficit se résorberait progressivement de près de 2 points de PIB, pour retrouver l'équilibre en 2014**. Mais, sans mesures nouvelles, le poids de la dette fédérale continuerait de s'alourdir (passant de 41 % du PIB en 2008 à... 72 % en 2014). Pour arriver, comme le fait le CBO, à stabiliser le ratio de dette à un niveau légèrement supérieur à 60 % en 2014, il faut supposer que la partie structurelle du solde budgétaire primaire (hors mesures de soutien financier) passe d'un déficit supérieur à 4 % du PIB en 2009 à un excédent proche de 1 % en 2014. Cette sortie « par le haut » soulève toutefois une interrogation : **comment l'économie peut-elle croître à 4 % l'an avec une politique budgétaire restrictive ? Le déficit public se réduisant fortement, quel agent peut s'endetter et dépenser suffisamment pour permettre la croissance soutenue nécessaire à un retour rapide au plein-emploi ?**

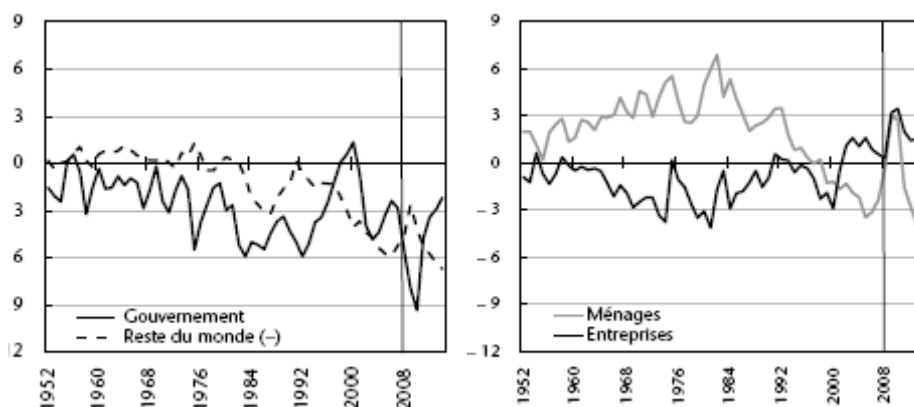
Les issues possibles

Pour répondre à cette question, nous avons utilisé un cadre de simulation simple [Brender et Pisani, 2004]. Deux relations ont été estimées pour décrire les exportations et les importations de biens et services des États-Unis. Un bloc permet de calculer leurs revenus nets d'investissements. Il est ainsi possible de projeter sommairement l'évolution du solde de la balance courante en fonction, d'une part, de la croissance américaine et de celle du reste du monde, d'autre part, de l'évolution du change effectif réel du dollar. Il faut toutefois vérifier la plausibilité des trajectoires de solde courant ainsi définies en s'assurant qu'elles correspondent à des déséquilibres financiers internes soutenables.

La reprise mondiale attendue ne permettra pas de résorber les déséquilibres accumulés. – Sur les prochaines années, la croissance américaine est d'abord supposée forte (nous retenons, pour l'exercice, les hypothèses du CBO citées plus haut) et permet un retour de l'économie au plein-emploi en 2014. L'inflation, mesurée en termes de prix du PIB, après s'être approchée de 0 %, remonte graduellement vers 2 % en 2011. La demande mondiale adressée aux États-Unis progresse de 3,5 % en termes réels en 2011, puis de 4,5 % l'an ensuite, soit une croissance compatible avec celle envisagée pour l'économie mondiale (hors États-Unis) par le FMI en avril 2009. En l'absence de mouvement du dollar, le déficit courant se creuse alors à nouveau à partir de 2010 et approche 7 % du PIB en 2014 ; la dette extérieure nette monte de 26 % du PIB fin 2008 à plus de 58 % en 2014. Cette simulation illustre la tendance « naturelle » du déficit courant à se creuser dès que l'économie américaine croît rapidement. Un retour au plein emploi avant le milieu de la décennie implique donc une hausse marquée de l'endettement des agents américains. **Plus précisément, le besoin de financement du gouvernement se réduisant entre 2009 et 2014 – si l'on retient les hypothèses du CBO – celui des agents privés doit se creuser substantiellement pour dépasser 4 % du PIB en 2014. Cette évolution est-elle plausible ?**

Du côté des entreprises, le taux d'utilisation des capacités étant très bas mi-2009 et le potentiel de croissance étant plus faible que par le passé, l'effort d'investissement requis n'est pas très important. Le rebond cyclique de l'économie permettant une amélioration de leur résultat d'exploitation, leur capacité de financement ne devrait se réduire que modérément sur la période, passant de 3 % en 2009 à 1,5 % en 2014. **C'est donc du côté des ménages qu'il faut chercher le besoin de financement du secteur privé expliquant la poursuite à un rythme rapide de l'endettement américain à l'égard du reste du monde.** L'effort de placement des ménages étant supposé maintenu à son niveau de 2008 (5,5 % de leur revenu disponible) – un niveau, notons-le, inférieur à son niveau moyen (7 %) des années 1990 ou 2000 – le flux d'endettement des ménages devrait, pour que l'économie suive cette trajectoire de croissance forte, retrouver rapidement les sommets atteints au milieu des années 2000 (plus de 12 % de leur revenu disponible). Le besoin de financement des ménages approcherait, dans ce scénario, 5 % du PIB fin 2014 (graphique 8). **Une telle évolution est non seulement peu probable** – la politique monétaire a peu de chances de pouvoir provoquer ce rebond de l'endettement des ménages – **mais surtout peu souhaitable.** Elle impliquerait en effet une remontée rapide de la charge de leur dette : en 2014, celle-ci retrouverait presque son niveau (trop !) élevé de 2007 (14 % du revenu disponible).

Graphique 8. Capacités (+) ou besoins (-) de financement par agents sans mouvement de change et avec résorption complète de l'écart au potentiel en 2014 (en % du PIB)



Sources : BEA, Réserve fédérale, calculs des auteurs.

Une baisse du dollar est nécessaire à un retour – lent – vers le plein-emploi. – Si l'endettement des ménages doit rester soutenable et qu'un fort redémarrage de l'investissement des entreprises à l'horizon des prochaines années est peu probable, **chercher à l'intérieur des États-Unis le surcroît de dépenses nécessaire pour rendre compatibles croissance soutenue et rééquilibrage des finances publiques est vain : seul l'extérieur peut, pour une part au moins, l'apporter.**

Pour le montrer, commençons par imposer une contrainte à la dette des ménages – en l'occurrence, un retour du poids du service de cette dette dans leur revenu disponible à 12 %, niveau proche de celui observé en 1998 (graphique 1). Pour y parvenir, le flux d'endettement des ménages ne doit pas dépasser 4 % de leur revenu fin 2014. **Si les ménages ont le même comportement de placement que précédemment, ils dégagent alors, fin 2014, une capacité de financement de 1,2 % du PIB.**

Supposons ensuite une résorption seulement partielle de l'écart au potentiel : fin 2014, l'économie demeure encore 4 % en dessous de son potentiel et le taux de chômage ne redescend qu'à 8 % (au lieu de 5,5 % dans le scénario précédent). **L'investissement des entreprises étant toujours celui requis pour permettre à l'économie de croître à son rythme potentiel, il est un peu moins élevé que précédemment et les entreprises conservent une capacité de financement significative (2,5 % du PIB).** Au total, la capacité de financement du secteur privé domestique dépasse 3,5 % du PIB, alors que **la trajectoire de croissance envisagée impliquerait encore un besoin de financement substantiel** : la dépense intérieure sera donc insuffisante pour maintenir l'économie sur cette trajectoire. Si on laisse inchangées les conditions dans lesquelles les États-Unis échangent avec le reste du monde, la conclusion de l'exercice est immédiate : le rééquilibrage du déficit public n'est pas compatible avec ce retour pourtant partiel de l'économie au plein-emploi.

Introduisons maintenant une baisse du dollar de 20 % contre toutes devises en deux ans (par rapport à la valeur moyenne du 1er trimestre 2009). **Le déficit courant disparaît en 2014 et le solde public peut revenir progressivement vers – 3 % du PIB.** Notons que l'on arriverait à un résultat proche sans baisse du dollar, mais avec une croissance d'un point plus forte du PIB du reste du monde. Le chiffre semble modeste, mais il est difficile à atteindre sans une accélération, peu vraisemblable, de la croissance aussi bien européenne que japonaise.

Ce calibrage effectué, reste à voir quelles décisions budgétaires peuvent permettre ce rééquilibrage des finances publiques. Sur ce point, l'exercice réalisé au printemps 2009 par le CBO est peu éclairant car effectué, par construction, à législation constante : l'expiration de mesures décidées, notamment sous l'Administration Bush, amène « mécaniquement » 2,5 points de PIB de recettes supplémentaires. Un résultat analogue pourrait néanmoins être obtenu de manière plus délibérée **en jouant**, comme l'a récemment évoqué Barack Obama, **sur le taux d'imposition des seuls 5 % de ménages aux revenus les plus élevés.** Compte tenu de la part importante de ces ménages dans l'impôt sur le revenu (60 % en 2006), monter leur taux d'imposition apparent de 17,5 % à 21,5 % – niveau qui prévalait en 1999 – **augmenterait les recettes fiscales de près de 2 points de PIB... et corrigerait un peu le creusement des inégalités !**

Au cours des prochaines années, le retour de l'économie américaine à son niveau d'activité potentiel sera difficile. Pour le faciliter, politiques monétaire et budgétaire devront étroitement coopérer. La politique monétaire ne pouvant, pour un temps au moins, gérer seule la demande, le rythme de rééquilibrage du budget fédéral devra en permanence s'adapter à l'état de la conjoncture. **Le succès de la manœuvre ne nécessite toutefois pas seulement la mobilisation et l'habileté des autorités américaines, il requiert également une baisse non négligeable du cours du dollar. Savoir contre quelles monnaies cette baisse peut s'effectuer est une question qui reste ouverte...**

Repères bibliographiques

BRENDER A. et PISANI F. [2004], *La Nouvelle Économie américaine*, Economica, Paris.

LAWRENCE R. Z. [2008], « Blue-collar blues: is trade to blame for rising US income inequality? », *Policy Analyses in International Economics*, Peterson Institute for International Economics, Washington.

This document is published purely for the purposes of information, it contains no offer for the purchase or sale of financial instruments does not comprise investment advice and it is not confirmation of any transaction unless expressly agreed otherwise. The information contained in this document was obtained from a number of different sources. Dexia Asset Management exercises the greatest care when choosing its sources of information and passing on this information. Nevertheless errors or omissions in those sources or processes cannot be excluded a priori. Dexia AM cannot be held liable for any direct or indirect damage or loss resulting from the use of this document. The contents of this document may be reproduced only with the prior written agreement of Dexia AM. The intellectual property rights of Dexia AM must be respected at all times.

Warning : If this document mentions the past performances of a financial instrument or index or an investment service, refers to simulations of such past performances or contains data relating to future performances, the client is aware that those performances and/or forecasts are not a reliable indicator of future performances.

Moreover, Dexia AM specifies that:

- in the case where performances are gross, the performance may be affected by commissions, fees and other charges;
- in the case where the performance is expressed in another currency than that of the investor's country of residence, the returns mentioned may increase or decrease as a result of currency fluctuations.

If this document makes reference to a particular tax treatment, the investor is aware that such information depends on the individual circumstances of each investor and that it may be subject to change in the future.

This document does not comprise any investment research as defined in article 24, §1 of Directive 2006/73/CE dated 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/CE of the European Parliament and Council.

If this information is a marketing communication, Dexia AM wants to clarify that it was not designed according to the legal requirements to promote the independence of investment research, and it is not subject to any prohibition on dealing prior to the dissemination of the investment research.

Dexia AM invites the investors to always consult the fund prospectus before investing in a fund. The prospectus and other information relating to the fund are available on our site at www.dexia-am.com.