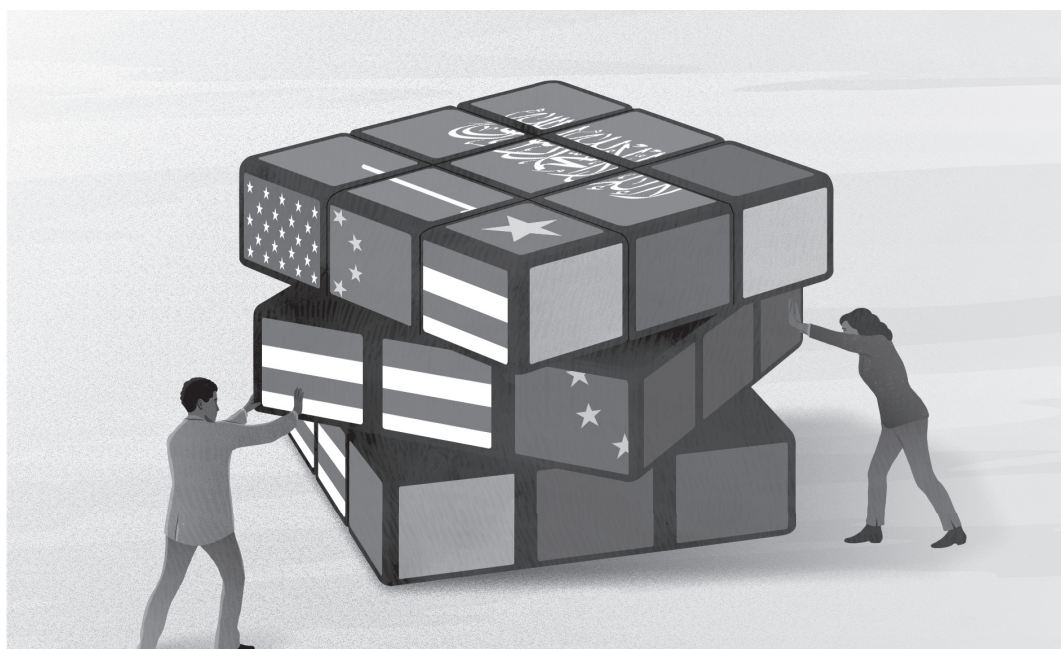


ramses 2025

SOUS LA DIRECTION DE THIERRY DE MONTBRIAL ET DOMINIQUE DAVID

ifri



ENTRE PUISSANCES ET IMPUISSANCE

- MOYEN-ORIENT : LA RECOMPOSITION SANS FIN
- ÉTATS-UNIS : L'EMPIRE INQUIÈTE...
- UNION EUROPÉENNE : UN DESTIN CONTRARIÉ ?

DUNOD

L'économie américaine

Résilience et paradoxes

Après le Covid-19, l'économie américaine a retrouvé un dynamisme remarquable à tous niveaux (croissance, emploi, système financier), en dépit de l'inflation. Le système financier demeure cependant vulnérable, dans une économie de plus en plus fondée sur la rente que symbolisent les GAFAM – Google (Alphabet), Apple, Facebook (Meta), Amazon et Microsoft. Le déficit commercial américain est plus spectaculaire que véritablement inquiétant, et les États-Unis ont su se doter d'instruments assurant leur souveraineté en matière de transition technologique, y compris vis-à-vis de la Chine.

L'économie américaine se trouve dans une situation singulière. Elle présente une résilience et un dynamisme exceptionnels, bien supérieurs à ce que l'on peut observer en Europe et au Japon. Dans le même temps, une analyse des forces et faiblesses de la première économie mondiale aboutit à des conclusions surprenantes, et mêmes paradoxales.

Le choc de la pandémie de 2020

La pandémie de Covid-19 a provoqué la pire récession qu'aient connue les États-Unis depuis l'immédiat après-guerre. Le produit intérieur brut (PIB) y a chuté de 2,8 % en 2020. Le chômage est monté en flèche, passant de 3,5 % en février à 14,8 % en avril 2020. Les interventions coordonnées de l'administration Trump et de la Réserve fédérale ont toutefois permis d'éviter une dépression économique. Le risque systémique (c'est-à-dire le risque de voir l'ensemble du système financier américain s'effondrer) a été écarté grâce à une politique monétaire ultra-accommodante, facilitant le refinancement des grandes institutions financières et, indirectement, celui des entreprises et des ménages.

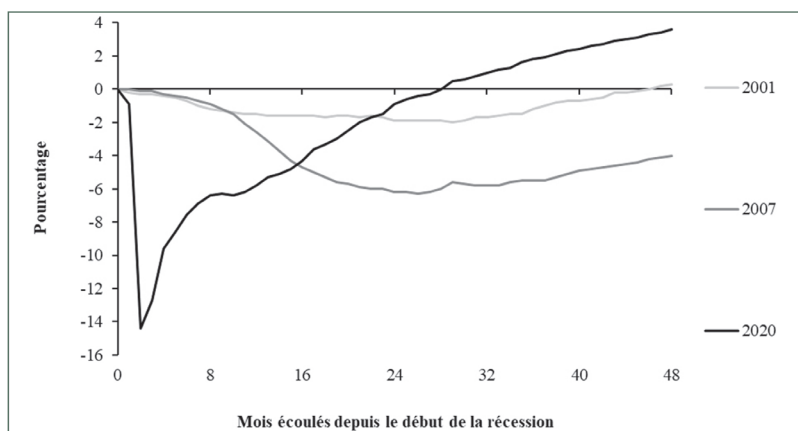
Le plus gros défaut de paiement survenu en 2020 a impliqué Frontier Communications Corporation – la quatrième entreprise américaine de télécommunication – et portait sur 22 milliards de dollars, un montant qui demeure relativement modeste comparé à la faillite de Lehman Brothers (144 milliards) de septembre 2008 et à ses répercussions dramatiques. On peut donc affirmer que l'économie américaine a remarquablement résisté à la pandémie.

Le retour de la croissance depuis 2021

Deuxième phénomène notable : la capacité de rebond des États-Unis depuis un peu plus de trois ans. À la fin 2023, le PIB américain dépassait de 27 % son niveau pré-pandémique (fin 2019). Cette progression était bien meilleure que celles de la zone euro (+ 15 %) et du Japon (+ 6 %). Un regard rétrospectif sur le marché du travail est aussi utile pour mesurer la vigueur de ce rebond.

Le graphique ci-après montre l'évolution du nombre d'emplois non agricoles durant les 48 mois qui ont suivi les récessions ayant commencé en 2001, 2007 et 2020. Les destructions d'emplois ont été massives durant les premiers mois de la pandémie en février-avril 2020, mais ensuite la décrue du chômage a été rapide. Le niveau d'emploi de début 2020 était retrouvé au bout de 28 mois, soit mi-2022. Ce dynamisme contraste avec les reprises très poussives constatées à la suite des récessions de 2001 et de 2007. Si l'on compare précisément avec ces deux dernières crises, ce sont les secteurs de l'industrie manufacturière et des transports qui ont le plus profité du rebond post-pandémique. Voilà qui est nouveau et reflète un début de réindustrialisation des États-Unis.

Évolution de l'emploi non agricole durant les 48 mois suivant le début des récessions de 2001, 2007 et 2020



Source : Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Le retour à la croissance (5,9 % en 2021, 1,9 % en 2022 et 2,5 % en 2023) s'est accompagné d'une résurgence de l'inflation (4,7 % en 2021, 8 % en 2022 et 4,1 % en 2023). Cette hausse des prix a de nombreuses causes : reprise de la consommation des ménages, perturbation des routes maritimes et des chaînes de valeur globales, attaque russe contre l'Ukraine... La Réserve fédérale a quelque peu tardé à réagir, mais a finalement procédé à plusieurs relèvements de ses taux directeurs entre mars 2022 et juillet 2023. Ceux-ci ont ainsi augmenté de plus de 500 points de base (5 %) en 18 mois, provoquant des difficultés de refinancement pour les acteurs économiques les plus endettés, telles les « firmes zombies¹ ». Mais ce nouvel

1. Ces entreprises, à la solvabilité très fragile, ont profité des taux d'intérêt bas entre 2007 et 2022 pour emprunter régulièrement et poursuivre leurs activités.

environnement monétaire handicape également l'État fédéral, qui enregistre des déficits budgétaires significatifs depuis 2002. En dépit du retour de la croissance, ce déficit dépassait les 5 % en 2022 et 2023. Moody's a exprimé des doutes sur la soutenabilité de la dette publique américaine et abaissé la perspective de la note de Washington de stable à négative en novembre 2023. Il s'agit d'un avertissement sans frais, puisque le *rating* souverain américain est maintenu à AAA.

Les marchés financiers outre-Atlantique se sont très vite remis du trou d'air subi au début de la pandémie. Depuis leur creux de mars 2020, les indices Dow Jones et S&P 500 ont gagné respectivement 100 % et 120 %. Néanmoins, l'inflation persistante (0,6 % mensuellement entre janvier et mars 2024) et les incertitudes autour des prochaines décisions de politique monétaire inquiètent les investisseurs. Une baisse des taux plus tardive ou plus lente que prévu viendrait peser sur les institutions financières, les entreprises et les ménages en besoin de refinancement.

Cette brève vue d'ensemble doit être nuancée et complétée par une analyse des forces et faiblesses de l'économie américaine. C'est l'occasion de souligner quatre paradoxes.

Un système financier bien plus vulnérable qu'il n'y paraît

« Comment peut-on avoir un système financier tellement absurde qu'il doit être renfloué tous les dix ans par la banque centrale ? » Ainsi s'exprimait, en septembre 2020, Neel Kashkari, président de la Réserve fédérale de Minneapolis, ancien de Goldman Sachs et ouvertement républicain. Le jugement de Kashkari est sévère mais juste. En 2020, comme en 2008, la Réserve fédérale a adopté des mesures très accommodantes qui ont certes contenu le risque systémique mais mis au jour les tares du capitalisme financier américain, tout en contribuant à les aggraver.

Premièrement, l'assouplissement quantitatif – consistant à acheter des titres de dette publique et privée afin d'assurer le financement de l'économie et stimuler la croissance – a gonflé démesurément le bilan de la banque centrale. La qualité de crédit des actifs accumulés a été très variable, ce qui contrevient aux règles traditionnelles de bonne politique monétaire. Deuxièmement, le faible loyer de l'argent jusqu'en 2022 a entraîné une mauvaise allocation des ressources financières. Afin d'obtenir des rendements suffisants, les banques et les fonds d'investissement ont prêté à des agents économiques moins sûrs (dont les fameuses « firmes zombies »). Troisièmement, ces interventions de la Réserve fédérale, couplées aux garanties et renflouements (*bailouts*) votés par le Congrès, ont définitivement convaincu les plus grandes institutions financières qu'elles étaient « *too big to fail* » et qu'elles ne seraient pas abandonnées en cas de difficulté. L'aléa moral ainsi créé incite ces institutions à accroître inconsidérément leur prise de risque. Quatrièmement, la facilitation de l'accès au crédit et à la liquidité a dopé les marchés financiers, favorisant donc les classes aisées et creusant les inégalités. Cinquièmement, ni les banquiers centraux ni les régulateurs n'ont réussi à superviser l'activité de *shadow banking* (compagnies d'assurances, fonds de pension, fonds spéculatifs, fonds communs de placement, organismes de microcrédit, etc.) qui pèse de plus en plus dans l'économie américaine.

On pourrait penser que le niveau élevé des taux d'intérêt depuis 2022 va résorber ces failles. Il ne faut pas y compter. L'addiction des agents économiques à

la dette est trop forte et requiert une détente des taux. Si celle-ci devait tarder, une nouvelle crise financière pourrait se déclencher, à l’instar des faillites qui ont touché Silicon Valley Bank, Signature Bank et Silvergate Bank en mars 2023. Que faire alors ? Les solutions à envisager sont structurelles : séparation des métiers de banque de dépôt et de banque d’investissement, durcissement des ratios de fonds propres des banques et taxation des effets de levier du *shadow banking*.

Une économie de plus en plus fondée sur la rente

Les États-Unis brillent internationalement par la notoriété et la réussite insolente de leurs grandes sociétés du numérique. Fin 2023, les GAFAM ont vu leur capitalisation boursière combinée dépasser les 10 000 milliards de dollars. Sur certains segments de marché (systèmes d’exploitation d’ordinateurs et de téléphones mobiles, navigateurs), ces géants se trouvent en situation de position dominante, voire de duopole. Ces rentes nuisent au pouvoir d’achat des consommateurs américains. En 2022, à l’initiative de la sénatrice démocrate Amy Klobuchar, une proposition de loi a été déposée afin d’empêcher ces grandes plateformes numériques de favoriser leurs propres services et produits. Pour l’heure, le processus législatif n’est pas encore allé à son terme du fait de l’intense lobbying des GAFAM.

D’autres rentes minent l’économie américaine : la protection excessive des droits d’auteur, la prolifération des licences professionnelles, ou encore le coût prohibitif des permis de construire et la difficulté pour les obtenir. Le résultat est toujours le même : hausse des prix, barrière à l’entrée, destruction d’emplois, etc. À ce manque de concurrence qui caractérise de plus en plus de secteurs d’activité s’ajoutent deux obstacles d’ampleur. D’une part la complexité croissante des lois et réglementations qui avantagent indûment les *insiders* et les plus gros acteurs économiques (seuls capables de s’offrir les services de prestigieux cabinets de consultants et d’avocats). D’autre part le phénomène de *kludgeocracy*, c’est-à-dire d’empilement de politiques publiques qui donnent l’opportunité à des entreprises privées d’extraire des rentes injustifiées.

La multiplication de ces rentes et le sentiment de vivre dans une « société bloquée » expliquent sans doute que, depuis quinze ans, une majorité écrasante d’Américains estime que leur pays va dans la mauvaise direction, et ce en dépit des alternances politiques². Les mesures *antitrust* qui s’imposent doivent renouer avec la tradition de défense de la concurrence libre et non faussée, qui était assez largement transpartisane des années 1910 aux années 1970. Elles pourraient être plus faciles à voter si les grandes entreprises du numérique chinoises étaient définitivement mises à l’index, ouvrant la voie à un retour de la concurrence entre firmes occidentales.

Un déficit commercial abyssal mais secondaire

Depuis plus de cinquante ans, économistes et politiciens ne cessent d’alerter sur le creusement du déficit commercial américain, passé de 2,3 milliards de dollars en 1971 à 447 milliards en 2000 et à plus de 1 000 milliards en 2023. Ce déficit

2. Voir les sondages de RealClear Polling : www.realclearpolling.com.

refléterait un excès de consommation des ménages et un processus de désindustrialisation. La réalité est beaucoup moins sombre.

Tout d'abord, le déficit commercial n'est nullement lié à une déprime des dépenses de recherche et développement des entreprises américaines : celles-ci ont en effet augmenté de 5 % annuellement depuis trois décennies. Ensuite, force est de constater que les pays comme le Japon et l'Allemagne, qui enregistrent de gros excédents commerciaux avec les États-Unis, sont dans des situations économiques nettement plus délicates (croissance du PIB atone, crise démographique). *Quid* de la Chine ? Elle a durablement et efficacement sous-évalué sa devise, affaiblissant l'outil industriel américain, mais surtout sur les productions à valeur ajoutée faible et intermédiaire. Par ailleurs, le déficit commercial américain avec la Chine s'est résorbé de 27 % en 2023 par rapport à 2022. Un tel recul, inédit depuis l'ouverture économique de Pékin, n'est certainement pas conjoncturel et résulte directement des tensions sino-américaines.

L'argument permettant de relativiser l'importance du déficit commercial est pourtant ailleurs et tient à l'internationalisation des firmes multinationales (FMN) américaines. Aujourd'hui, une très grosse proportion du commerce réalisé par ces FMN avec des clients étrangers est enregistrée auprès de leurs filiales situées hors des États-Unis. Les grandes entreprises américaines produisent et exportent donc considérablement, mais à partir de l'étranger. À l'heure de la mondialisation, même chancelante, il apparaît ainsi erroné de parler de déclin des États-Unis au seul vu de leur déficit commercial.

Les États-Unis vers la souveraineté alimentaire, énergétique, industrielle et financière

Les États-Unis demeurent une grande puissance agricole et énergétique, grâce à leur parc nucléaire et éolien, ainsi qu'à leurs réserves de charbon, de gaz et de pétrole. En revanche, durant près de trois décennies, ils ont assumé leur dépendance industrielle et financière accrue à l'égard de la Chine. Tandis que Washington importait des produits chinois en grand nombre, Pékin achetait des bons et obligations du Trésor américains. Dans le contexte actuel de tensions géopolitiques exacerbées, les États-Unis sont en train de se donner les moyens de recouvrer leur pleine souveraineté.

Examinons d'abord les questions financières. Après avoir dépassé les 1 300 milliards de dollars en 2013, le montant total de la dette américaine détenue par les investisseurs chinois est passé sous les 800 milliards en 2023, pour la première fois depuis 2009. On a pu craindre un temps un krach des obligations d'État américaines et une dédollarisation brutale de l'économie mondiale, il n'en a rien été. Le désinvestissement des autorités de Pékin (mais aussi de Moscou) a été compensé par le « soutien » des investisseurs basés au Royaume-Uni, en Irlande, en Belgique, au Luxembourg, en France et au Canada³. Si la Chine devait procéder à des ventes massives d'actifs américains, on peut parier que la Réserve fédérale se porterait acquéreur. Quant à la dédollarisation, elle est en marche, du fait du dynamisme du commerce chinois et des investissements directs chinois à l'étranger ; mais ce phénomène sera lent, à moins d'une crise politique ou financière majeure outre-Atlantique.

3. Le Japon est aujourd'hui, de très loin, le premier détenteur de *T-Bills* et *T-Bonds* américains, mais le montant total de son portefeuille est resté stable depuis 2013.

Passons aux aspects économiques. L'instrumentalisation des matières premières à des fins géopolitiques nous a fait basculer dans l'ère de la post-mondialisation. La Russie a cherché à rendre l'Europe dépendante de son pétrole et de son gaz afin de la neutraliser diplomatiquement. De son côté, la Chine s'est engagée dans une politique de quotas d'exportation de terres rares et de minerais indispensables à la transition verte dans les pays développés. Elle a également accru sa production de puces électroniques afin d'atteindre une position dominante et de devenir un *price maker*. Le président Biden a su prendre la mesure de ces défis. En 2022, le Congrès, à majorité démocrate, a voté deux lois qui contrecarrent la stratégie mercantiliste forcenée de Pékin.

L'*Inflation Reduction Act* prévoit des investissements, crédits d'impôt et subventions en faveur de la sécurité énergétique, des énergies renouvelables, du nucléaire et des véhicules électriques, entre autres. Le chiffrage de ces mesures varie selon les sources, mais ce sont plusieurs centaines de milliards de dollars qui sont en jeu. Quant au *CHIPS and Science Act*, il entérine le déblocage de 280 milliards de dollars pour financer la recherche et la production de semi-conducteurs aux États-Unis. Ces deux textes législatifs ont d'ores et déjà convaincu diverses entreprises étrangères, comme le fondeur taïwanais TSMC et le fabricant suisse de panneaux solaires Meyer Burger, de s'installer outre-Atlantique.

Les États-Unis s'adaptent au nouvel environnement géopolitique. Ils en ont la capacité et la volonté, bien plus que les autres économies du G7. Rompant officiellement avec la *doxa* libre-échangiste (qu'ils avaient pourtant parfois contournée durant les années de mondialisation), les élus américains ont fait le choix du protectionnisme, et plus particulièrement des subventions publiques, pour mettre en échec l'expansionnisme chinois. Quoique regrettable, cette option était inéluctable. Elle semble en tout cas déjà porter ses fruits.

Néanmoins, les élites politiques, économiques et financières américaines doivent prendre conscience que le match contre la Chine sera long. Il ne pourra être gagné qu'à deux conditions : une profonde réforme du système financier et le retour aux grands consensus. Une fois le brouhaha de la campagne électorale passé, espérons que ces deux conditions seront enfin réunies.

N. G.

Pour en savoir plus

- N. Gaillard, « Le COVID-19, accélérateur de la post-mondialisation », *Politique étrangère*, vol. 85, n° 3, Ifri, septembre 2020.
- N. Gaillard et R. Michalek, « Features of U.S. Financial Capitalism », in N. Gaillard, F. Gotoh et R. Michalek (dir.), *The Future of Multilateralism and Globalization in the Age of the U.S.-China Rivalry*, Londres/New York, Routledge, 2024.
- B. Lindsey et S. M. Teles, *The Captured Economy: How the Powerful Enrich Themselves, Slow Down Growth, and Increase Inequality*, New York, Oxford University Press, 2017.

