

L'ÉCONOMIE AUJOURD'HUI

*La chronique d'Yves Crozet **

L'économie américaine et le reste du monde

Je te tiens, tu me tiens....

Le printemps 2003 a vu la monnaie américaine se déprécier sensiblement par rapport aux autres grandes devises : livre sterling, yen, franc suisse... L'euro a connu une revalorisation particulièrement significative, revenant à son plus haut niveau du début de l'année 1999, juste après son lancement (1). Cette nouvelle vigueur de l'euro ne résulte pas d'une situation particulièrement brillante de l'économie européenne mais d'une glissade de la monnaie américaine, consécutive à la politique économique conduite par l'équipe actuellement au pouvoir à Washington. Une politique dont les implications sont importantes pour les autres pays du monde, et notamment pour l'Europe.

Le dollar : une chance et une charge pour les États-Unis

L'histoire de la politique économique nord américaine des soixante dernières années peut se lire à travers les mouvements de yo-yo du dollar.

■ À l'issue de la Seconde Guerre mondiale, le dollar est devenu la principale monnaie de référence car les États-Unis (EU) étaient les seuls à pouvoir financer la reconstruction du reste du monde, pour le plus grand profit de leurs firmes. Dans les années 1950, d'importantes sorties de capitaux des EU (le Plan Marshall) ont permis aux anciens pays belligérants de combler progressivement le *dollar gap* et de faire redémarrer ainsi leurs économies.

■ Ce redémarrage a été si sensible en Europe et au Japon qu'une certaine méfiance à l'égard du dollar est apparue au cours des années 1960. Il est progressivement

devenu évident que le double statut du dollar, monnaie nationale et monnaie mondiale, posait des problèmes ; les mêmes que ceux qu'avait connus la livre sterling, dans une situation analogue, dans l'entre-deux guerres. Si le pays émetteur de la monnaie mondiale veut en défendre le taux de change, il faut éviter le déficit des paiements courants, maintenir des taux d'intérêts attractifs et ne pas connaître d'inflation supérieure à celle des autres pays. Ce qui signifie une politique rigoureuse pesant sur la croissance économique, donc une charge.

■ Au mois d'août 1971, la politique économique américaine a résolu cette difficulté en rendant le dollar inconvertible en or. Refusant d'adopter la logique de rigueur qui a coûté si cher aux Britanniques dans les années 1920, les EU ont imposé au monde un dollar inconvertible et de plus en plus massivement répandu. Cette attitude a d'abord suscité peu de réticences (2) puisqu'elle profitait à tous : les bas taux d'intérêt américains et la montée du déficit extérieur des EU (qualifié de « déficit sans pleurs », ce qui est une chance) approvisionnant le monde en dollars (3).

* *Professeur à l'Université Lyon 2*

(1) Le taux de change le plus élevé de l'euro a été constaté au mois de février 1999 : 1,19 US\$ pour un euro. En 1995, l'ECU, ancêtre de l'euro, était monté à 1,40 US\$ pour un euro. Au début de 1985, il suffisait de 0,65 US\$ pour avoir un ECU. Les fluctuations des taux de change ne sont donc pas nouvelles.

(2) Celles qu'avaient émises la France par la voix du Général de Gaulle, puis de Georges Pompidou, furent levées après l'accession de Valéry Giscard d'Estaing à la Présidence de la République. Lors de la conférence de la Jamaïque, en 1976, l'abandon de la référence à l'étalon or fut officialisé.

(3) Au risque de déplaire à Edouard Balladur, rappelons que revenir à l'étalon-or serait tout simplement une erreur. Lorsque l'étalon-or a bien fonctionné, au XIX^{ème} siècle, c'était en trompe l'œil, grâce au déficit des paiements britanniques.



Ce choix a pourtant rencontré ses propres limites, sous la forme d'inflation et de méfiance (4) accrue à l'égard du dollar.

■ Une nouvelle politique américaine était donc nécessaire ; elle a pris la forme, dès l'année 1979 et l'arrivée de Paul Volcker à la tête de la Banque centrale des EU, d'une volonté de revaloriser le dollar en combattant l'inflation. Mais comme il ne s'agissait pas de mener une politique déflationniste, les EU, à l'époque de R. Reagan, ont pratiqué le *policy mix* (5). La rigueur monétaire (taux d'intérêt élevés, contrôle étroit de la progression de la masse monétaire) a été accompagnée d'un certain laxisme budgétaire (baisses d'impôts et déficits publics). Cela a permis de soutenir l'activité économique tout en développant les marchés financiers où se négociaient, entre autres, les titres de la dette publique américaine.

■ Cette politique mixte a été poursuivie tout au long des années 1980 et 1990, avec progressivement une inversion des signaux. Avec la baisse de l'inflation et des taux d'intérêt, la politique monétaire est devenue plus accommodante. Dans le même temps (seconde moitié des années 1990), réapparaissait l'excédent budgétaire. La logique de la « politique mixte » se maintenait donc, en même temps que la croissance économique et la progression des marchés financiers. Cette dernière étant indispensable à l'attraction de capitaux étrangers venus combler le déficit croissant, et toujours indolore, de la balance des paiements des EU (6).

Le risque du « keynésianisme dans un seul pays »

C'est ainsi qu'au début de l'année 2000, la croissance économique américaine atteignait des records, d'autant plus remarquables que la dernière récession, modeste et de courte durée, datait de 1991. La Bourse suscitait partout un engouement croissant,

le taux de chômage était au plus bas... Une « nouvelle économie » semblait voir le jour. Mais le caractère abyssal du déficit extérieur rappelait que l'économie américaine vivait au-dessus de ses moyens. Dans ce cas, un pays n'est pas dans la même situation qu'un particulier : tant que les capitaux étrangers affluent, les déficits peuvent perdurer. Aujourd'hui pourtant, des questions commencent à se poser du fait même de la nouvelle politique économique américaine.

La politique économique américaine s'est orientée depuis deux ans vers l'abandon du *policy mix*. Alors que les taux d'intérêt restent à des niveaux historiquement bas, le déficit budgétaire atteint à nouveau des sommets, du fait des baisses d'impôt (qui ne font que commencer), des subventions massives aux compagnies aériennes et, bien sûr, de la progression des dépenses militaires. En d'autres termes, les EU en reviennent à la politique de douce négligence (*benign neglect*) des années 1970. Or les opérateurs financiers savent que cela a débouché sur la dépréciation du dollar et l'inflation. L'actuelle baisse du dollar n'est donc pas seulement le fruit d'une volonté des autorités américaines, elle résulte aussi d'un mouvement généralisé de défiance. Cette défiance n'est pas seulement le fait des spéculateurs ; les banques centrales de la Chine et de l'Indonésie, par exemple, ont modifié la structure de leurs avoirs en se reportant partiellement sur l'euro. On sait aussi que certains pays musulmans privilégiés

(4) À la fin des années 1970, face à la faiblesse du dollar, le roi Khaled d'Arabie Séoudite avait envisagé d'abandonner le dollar comme monnaie de cotation des cours du pétrole. Une menace qui n'a pas été ignorée par les EU.

(5) Le principe du *policy mix* avait été présenté par l'économiste canadien Robert Mundell dès le début des années 1970.

(6) Le déficit extérieur américain a commencé au niveau de la balance commerciale (échange de biens) dès la fin des années 1960. Il s'est ensuite étendu aux services (assurances, tourisme, transports...), y compris les revenus des capitaux, pour déboucher sur un déficit persistant de la balance des transactions courantes. Des entrées de capitaux à long terme, ou à court terme, viennent combler ce déficit en se plaçant sur les marchés des actions ou en achetant des Bons du Trésor (*Federal Funds*).

gient aujourd'hui l'euro pour de multiples raisons, faciles à imaginer.

Les responsables économiques mondiaux, des grandes firmes comme des États, sont désorientés car ils ont du mal à anticiper les résultats à moyen terme de cette politique américaine.

■ Contrairement aux idées reçues, il y a peu de chances pour que la baisse du dollar conduise au redressement du solde extérieur des EU. L'histoire économique récente (exemple : en France en 1983-1984) a montré que la dévaluation de la monnaie n'est efficace, pour redresser les comptes extérieurs, que si elle est accompagnée d'une politique interne de rigueur, et ou, d'une restriction des importations. L'équipe Bush est tentée par les mesures protectionnistes, mais elle ne veut pas entendre parler de rigueur. La baisse du dollar va bel et bien pénaliser les exportateurs européens. Mais sans politique de rigueur, ou sans protectionnisme, elle ne réduira pas sensiblement le déficit.

■ Si le couple rigueur-protectionnisme devait voir le jour, toute l'économie mondiale en souffrirait car nous serions en situation de « keynésianisme dans un seul pays », un peu sur le modèle de la Grande-Bretagne des années 1930 (7). En même temps qu'elle dévaluait la livre sterling (1931), elle s'était convertie à un certain protectionnisme pour les pays extérieurs au Commonwealth (Accords d'Ottawa, 1932). Ce faisant, elle abandonnait son rôle de locomotive de l'économie mondiale.

Nous sommes donc à nouveau en présence du dilemme qui pèse sur tout pays émetteur d'une monnaie nationale qui est aussi la monnaie mondiale : en tant qu'unité de compte et réserve de valeur, sa monnaie ne doit pas trop se déprécier ; mais en tant que moyen de paiement, tout le monde se réjouit de son abondance et des déficits qui en sont la source. Personne n'a donc intérêt à ce que les EU

abandonnent le rôle de locomotive économique mondiale, mais ce rôle même n'est-il pas en train d'évoluer ?

Unilatéralisme et multilatéralisme à l'épreuve

Il n'y a pas que dans le domaine militaire et politique que l'unilatéralisme américain pourrait se substituer au multilatéralisme. La stratégie des EU est aujourd'hui fondée sur l'espoir d'un retour à une croissance soutenue et sensiblement plus rapide qu'en Europe et au Japon. La croissance, en augmentant mécaniquement les recettes fiscales, compenserait à terme les baisses d'impôts souhaitées par G.W. Bush. Le rôle dominant de l'économie américaine se renforcerait.

Mais, à la différence des années 1990, il est plus que probable que les incertitudes financières et monétaires subsisteront. Il en résultera des tensions durables entre le dollar et l'euro, préjudiciables tant pour les EU (réduction du pouvoir d'achat extérieur de la monnaie, défiance des opérateurs) que pour l'Europe (exportations handicapées). Ce serait encore plus net si la croissance restait partout faible. Même si nous ne sommes pas encore dans un scénario « à la japonaise », il faut partout gérer le surendettement de nombreuses firmes et de certains ménages, la chute des valeurs boursières et les menaces d'éclatement de la bulle spéculative immobilière (8). En d'autres termes, l'accumulation des déséquilibres monétaires et financiers nécessite de revoir les bases du « gouvernement du monde ».

Comme l'a indiqué récemment Tony Blair, un monde multipolaire, dans le domaine

(7) Alfred Sauvy a souvent rappelé que cette attitude avait approfondi la crise des années 1930. Voir son *Histoire Économique de la France*.

(8) Effondrement qui pourrait à terme menacer la Grande-Bretagne si les taux d'intérêt remontaient, vu la hausse vertigineuse des prix de l'immobilier, à Londres en particulier.



monétaire comme dans le champ militaire, est plus complexe à gérer qu'un monde unipolaire. Mais suffit-il de se placer « dans la roue » des EU pour échapper au problème ? Dans les dix ou quinze années à venir, les EU et l'Europe, mais aussi l'Asie, seront en compétition sur de nombreuses questions : le partage des ressources pétrolières, les émissions de CO₂, les marchés agricoles, les rôles des uns et des autres dans les domaines monétaires et financiers. Ainsi, un euro se posant en concurrent du dollar, pour des placements, mais aussi pour servir d'unité de compte et de moyen de paiement des échanges internationaux, sera source de tensions. Comment les gérer ?

L'affaire irakienne nous a offert un avant goût de la façon dont les choses pourraient se passer.

■ Soit les EU, dans le domaine monétaire comme dans les autres, poursuivent dans la voie de l'unilatéralisme et ont les moyens de le faire. Alors les positions caricaturales de la France et de la Grande-Bretagne vont se renouveler. La première se drapera dans sa dignité sans avoir les moyens de peser sur les orientations clés. La seconde, prenant de fait acte de son impuissance, emboîtera le pas aux EU (10). Alors, les années à venir seront difficiles pour l'Europe !

■ Soit les tensions monétaires et financières sont telles que, pour éviter un conflit ouvert ou larvé, une dose certaine de multilatéralisme est introduite dans les relations internationales. Alors, il faut dès maintenant préparer la façon dont pourraient se coordonner les politiques économiques américaine et européennes.

De même que dans le domaine des émissions de CO₂, le protocole de Kyoto a montré la voie d'une approche multilatérale du problème, de même dans les domaines pétroliers, agricoles ou monétaires, l'Europe doit proposer, en accord avec les pays d'Asie et la Russie, des voies de règle-

ment international négocié des problèmes. La position de la France et de l'Europe ne doit pas sombrer dans l'anti-américanisme et se rassurer à bon compte en annonçant le déclin des EU (11). Il est plus utile de préparer les voies et les champs des futures négociations internationales. Celles que les EU rejoindront quand ils auront mesuré les limites de l'unilatéralisme.

Yves Crozet

(10) Tony Blair est de moins en moins favorable à une substitution de l'euro à la livre sterling. L'entrée de la Grande Bretagne dans l'euro serait à l'évidence un facteur accru de concurrence entre les monnaies américaine et européenne.

(11) Voir une illustration de cette propension française à annoncer la prochaine faillite des EU dans le dernier ouvrage d'E. Todd, *Après l'Empire*.