

Donald Trump confronte la zone euro à ses erreurs

BRUNO COLMANT

Docteur en économie appliquée (ULB), MBA (Purdue University, Indiana, Etats-Unis) Membre de l'Académie Royale de Belgique

Il est très complexe de projeter les conséquences de l'application du programme économique de Donald Trump. Je m'y essaie, avec les réserves qu'une telle démarche exige, puisque l'économie politique pénètre dans des territoires non cartographiés. Mais, après tout, le rôle d'un professeur d'université en économie est d'explorer les futurs, plutôt que d'être un notaire de statistiques passées.

Trump veut mettre en œuvre une stimulation keynésienne, fondée sur la politique de l'offre (baisse drastique de l'impôt des sociétés, etc.) et de la demande au travers d'une politique de grands travaux d'une envergure annuelle de 100 milliards de dollars, pendant une décennie, soit trois fois le plan Junker. Que coûtera le programme de Trump au Trésor américain? Environ 15.000 milliards de dollars, soit quatre années de budget fédéral. Le taux d'endettement public passerait de 86% en 2026, sans les mesures de Trump, à 140% du PIB. Cette politique sera, en partie, financée par l'endettement public et par son réescompte auprès de la Federal Reserve.

Inflation à la hausse

La politique de Trump va immanquablement conduire à une résurgence de l'inflation, elle-même alimentée par plusieurs sources: une légère pression haussière sur les salaires, le déficit budgétaire et la planche à billets. Mais les Etats-Unis ont toujours choisi d'exporter leur inflation par une devise faible, ce qu'ils peuvent se permettre, car le dollar est la monnaie de réserve universelle. D'ailleurs, lorsqu'on examine la politique monétaire des Etats-Unis, il n'y a aucun invariant à déceler, si ce n'est peut-être la doctrine Roosa (1919-1993), le sous-secrétaire d'Etat au Trésor de Kennedy, qui fut le père spirituel de Paul Volcker. Dans les années soixante, Roosa affirma que, si la quantité de dollars en circulation explosait, ce n'était pas un problème américain, mais celui des pays qui accumulaient des surplus commerciaux. À l'époque, Roosa visait plus particulièrement l'Allemagne et le Japon, qu'il pressait de développer leur consommation intérieure.

Le rôle dominant du dollar confère donc, aux Etats-Unis, un droit de seigneurage particulier, consistant à faire suppor-

ter par leurs créanciers le risque de change de leurs propres dettes. D'ailleurs, par deux fois depuis la Seconde Guerre mondiale, les Américains ont soldé leurs dettes de manière unilatérale. C'est arrivé en 1971, lorsque Nixon a suspendu la convertibilité en or du dollar. La seconde manifestation d'autorité monétaire a consisté à la diffusion des crédits immobiliers toxiques (subprimes, etc.), dont la déliquescence a entraîné de nombreuses déconfitures bancaires en Europe.

Il est donc probable que nous connaissons une tendance baissière de la monnaie américaine et haussière de l'inflation, et, dans une mesure à déterminer, sur les taux d'intérêt. C'est à ce dernier niveau que les problèmes risquent de se poser: il est difficile de combiner une devise faible et une inflation croissante avec des taux d'intérêt bas. Ces derniers se sont d'ailleurs immédiatement embrasés dès l'annonce du résultat de l'élection. Or, comme la plupart des pays développés, les États font face à un gigantesque endettement public qui n'est tolérable qu'au travers de taux d'intérêt bas. La politique de Trump fonctionnera si la croissance et l'inflation n'entraînent pas d'augmentation équivalente des taux d'intérêt. Ce sera donc une course contre le temps, ou plutôt contre les attentes inflationnistes. Mais si cette politique économique aboutit, c'est que les États auront soldé l'endettement public en deux temps, à savoir un refinancement à long terme et à taux d'intérêt bas au travers de l'action de la Federal Reserve, avant son érosion progressive par l'inflation. Dans ce scénario, nous serions confrontés à des taux d'intérêt réels négatifs, c'est-à-dire que l'inflation sera supérieure au taux d'intérêt nominal. Ce serait bénéficiaire aux emprunteurs, tels les États, mais néfaste pour les prêteurs

Réaction chinoise

Ceci étant, si Trump met en œuvre sa politique isolationniste et protectionniste (son idée étant de limiter la dépendance américaine au reste du monde, notamment dans le domaine énergétique), cela pourrait conduire à des ajustements monétaires de la part des fournisseurs des Etats-Unis, au sein desquels la Chine joue un rôle important. Ceci pourrait déclencher des crépitements d'une guerre monétaire que les Etats-Unis devront engager par un dollar faible. En effet, si Trump met en œuvre son programme de barrières douanières destinées à contrarier les importations chinoises, les autorités monétaires de ce pays

vont inmanquablement y répondre en dévaluant leur monnaie, qui se déprécie déjà

depuis deux ans, par rapport à la monnaie américaine. Les autorités chinoises vont donc dévaluer leur monnaie dans la proportion des droits de douane qui leur seraient imposés. Cette situation n'est pas désirable, puisque la devise chinoise a besoin d'une stabilité de parité depuis sa reconnaissance au titre de monnaie de réserve par le FMI, au même titre que le dollar américain, la livre Sterling, l'euro et le Yen. Mais les Chinois n'accepteront jamais de voir leur expansion commerciale freinée par les Etats-Unis, dont ils sont d'ailleurs des principaux créanciers. Si la Chine réoriente ses investissements dans d'autres devises, les taux d'intérêt américains vont d'ailleurs grimper.

Le perdant de cette nouvelle économie pourrait être l'Europe et plus particulièrement la zone euro. En effet, nous serons confrontés à toutes les erreurs de gestion économique commises depuis la crise de 2008. Contrairement aux Etats-Unis, la BCE a attendu cinq ans avant de procéder à une injection monétaire. Pire, les autorités politiques ont imposé une contraction budgétaire à toute la zone euro, c'est-à-dire la pire solution à un problème mal posé. Nous persévérons d'ailleurs dans l'erreur en imposant des retours à l'équilibre budgétaire, alors que les taux de croissance sont revus à la baisse. Le Pacte de Stabilité et de Croissance exige même de retrouver un taux d'endettement public inférieur de 40% à ce qu'il est actuellement. Cela relève de la démente. Certes, il fallait sauver une monnaie mal accouchée, mais cela continue à être effectué au détriment de la croissance et de l'emploi.

Revoir la gestion de l'euro

Mon intuition est la suivante: en écartant l'aspect protectionniste et en se limitant strictement au cadre macroéconomique, le programme de Trump est peut-être l'étincelle de vigueur qui devait être donnée à une situation récessionnaire. Cette politique est exclusivement au bénéfice des Etats-Unis, mais elle devrait être examinée au niveau européen, car elle est à l'opposé de la rigueur germanique qui est imposée à la zone euro et qui est de nature déflationniste. La politique de Trump va donc interpeller, de manière frontale, la gestion de l'euro, actuellement fondée sur un retour contraignant aux équilibres budgétaires et au désendettement des États, alors que la plupart des pays de la zone euro

(dont la Belgique) sont incapables de s'y soumettre. Si nous pénétrons dans un monde de volatilité monétaire et de dollar faible, comment sera-t-il possible de stimuler une croissance européenne avec un euro trop fort, situation que nous avons traversée entre 2011 et 2015, avant que la BCE finisse par accepter un réescompte de dettes publiques, que tous les autres pays avaient entamé dès 2009? En cas de troubles monétaires futurs, la BCE va peut-être adopter une attitude allemande, qui conduira à faire de l'euro une monnaie forte et donc pénalisante à l'exportation. Il y a un risque que l'assouplissement monétaire mis en œuvre par la BCE soit contrarié par des dévaluations en cascade.

En résumé, si le programme du prochain président américain est appliqué, on constatera probablement un mélange de complaisance monétaire qui devrait conduire à un dollar structurellement faible et d'un protectionnisme affirmé. Ceci pourrait entretenir des pressions inflationnistes qui alimenteront elles-mêmes la faiblesse du dollar en espérant qu'une hausse des taux d'intérêt ne contrarie pas la reprise.

Il y a aussi un scénario financier qui pourrait influencer le rapport entre la

Chine et les Etats-Unis, à savoir que la Chine cesse de financer le déficit budgétaire américain. Des ajustements monétaires sont envisageables, en espérant que cela ne conduise pas au chaos constaté dans années septante. Il ne faut pas pour autant se réjouir de cette situation: une faiblesse du dollar entraînerait une paupérisation de l'ensemble des pays qui ont accumulé des réserves de change en dollars. Par rapport l'euro, la faiblesse du dollar sera compensée par les risques de fragmentation de la monnaie unique européenne. Le rapport de change entre les deux devises reflétera donc l'équilibre relatif des dettes publiques et de l'expansionnisme monétaire constatés sur les deux continents.

Sinistrose

Mais il y a autre chose que mes racines familiales américaines et mes études dans le Midwest m'inspirent. L'Amérique est atteinte de sinistrose, de «tracassin», comme disait de Gaulle, alors que c'est un pays dont l'invincibilité est la conviction.

Trump va probablement alimenter un engouement pour la reprise économique au travers d'un choc de volontarisme destiné à promouvoir les acteurs de l'économie réelle. Il renoue avec l'esprit pionnier

(et violent) américain qui place la prospérité comme un attribut moral, d'autant que son élection plébiscitaire n'a qu'un aboutissement: sa propre fuite en avant. Il y a quelques années, lorsque je partageais ma vie professionnelle entre la Belgique et les Etats-Unis, j'avais distraitement lu un de ses livres dont le titre était «Think Big and Kick Ass in Business and Life», qu'on pourrait pudiquement traduire par un «Soyez ambitieux et bottez(-vous) les fesses». Tout un programme économique, non?

Le perdant de la nouvelle économie à la mode Trump pourrait être l'Europe et plus particulièrement la zone euro. En effet, nous serons confrontés à toutes les erreurs de gestion économique commises depuis la crise de 2008.