

**REGARDS SUR LA BALANCE  
DES TRANSACTIONS COURANTES  
AMERICAINE**

Le sujet est redevenu d'actualité : le déficit de la balance des transactions courantes américaine atteint 500 milliards de dollars par an, 5 % environ d'un produit intérieur brut de l'ordre de 10.000 milliards ( 10 billions ) de dollars. L'endettement net des Etats – Unis à l'égard du reste du monde a atteint 2.200 milliards de dollars en 2000, et au rythme actuel il devrait doubler au cours des cinq années suivantes. En termes nets, les Etats-Unis captent aujourd'hui plus de capitaux étrangers que tous les pays en développement réunis. Plus de la moitié de la masse monétaire américaine est désormais détenue par des non – résidents. Cette situation n'est pas appelée à durer. Il arrivera un moment où les financiers étrangers se montreront réticents à continuer à effectuer des placements aux Etats-Unis. Ceux-ci devront alors ou bien relever leurs taux d'intérêt pour rendre leurs actifs financiers plus attractifs en acceptant les effets négatifs sur l'activité économique ou bien laisser le dollar glisser à mesure que les financiers se défausseront de leurs avoirs américains. C'est le second terme de cette alternative qui correspond à ce que l'on observe aujourd'hui : l'euro a amorcé une remontée contre la monnaie américaine en février 2002 et est passé maintenant (juin 2003) au dessus de sa parité initiale, celle qui prévalait au moment de son lancement, \$1,17.

Le sujet n'a rien de nouveau : il s'agit en réalité d'une question récurrente, lancinante, vieille de vingt ans. Le passage à l'euro n'a pas renouvelé la problématique, en tout cas pour le moment. L'accumulation de dollars entre les mains de non-résidents américains a une histoire encore plus ancienne. On est fondé à y voir un facteur d'instabilité pour le système monétaire international simplement parce que ces avoirs sont sujets à de brusques variations d'humeur de leurs détenteurs et sont plus susceptibles d'être rapidement convertis en d'autres monnaies que les dollars appartenant à des résidents américains. Les faillites retentissantes des derniers mois n'ont fait qu'accroître la nervosité des opérateurs.

On passera en revue successivement ce que signifie le déficit américain et ce qu'il a de spécifique, puis les points sur lesquels la réalité actuelle s'oppose à ce que serait un ordre plus rationnel et enfin ce que pourrait être un programme de retour à l'équilibre.

\*

\*            \*

## **I. Signification et spécificité du déficit de la balance des transactions courantes américaine**

Le solde de la balance des transactions courantes est la somme des soldes

- de la balance commerciale
- des paiements sur les investissements (intérêts et dividendes) et
- des transferts unilatéraux

Le déficit américain s'explique d'abord en termes très généraux par les effets monétaires d'une position économique dominante. D'autres facteurs explicatifs sont la baisse du taux d'épargne américain, l'attrait des marchés financiers américains et le dynamisme de l'économie américaine. L'épargne nette du secteur privé américain constitué des particuliers et des entreprises est restée positive jusqu'en 1998, avant de tomber à -6% de la PIB en 2000. Elle se situe actuellement aux environs de -1,5% de la production intérieure. L'épargne étrangère prend de plus en plus la relève de l'épargne américaine comme contrepartie de l'investissement américain. L'attrait des marchés financiers américains se trouve à l'origine d'un afflux de capitaux étrangers, particulièrement en période de hausse prolongée des cours et particulièrement en temps de crise à l'extérieur (Mexique, Russie, Asie du Sud-Est...). Ces entrées poussent le dollar à la hausse, ce qui ne manque pas de provoquer une détérioration de la situation de la balance des transactions courantes américaine. La différence entre le taux de croissance de l'économie américaine et celui de ses principaux partenaires commerciaux au cours de la décennie passée a également joué dans le sens d'un accroissement du déficit.

Dans la période la plus récente, l'épargne étrangère s'est d'abord dirigée vers les actions américaines, jusqu'en 1999, puis vers les obligations de firmes américaines, jusqu'en 2001, enfin vers des obligations publiques.

Les appréciations portées sur le déficit américain ont varié avec le temps.

### **A. Genèse du déficit américain**

A l'origine du déficit de la balance des transactions courantes américaine, on trouve un déséquilibre dans l'échange de biens et services entre les Etats-Unis et le reste du monde, comme c'est le cas pour n'importe quel autre pays. Les trois principales contreparties du déficit commercial américain en 2002 étaient la Chine, avec un excédent de sa balance bilatérale avec les Etats-Unis de 103 milliards de dollars (en forte hausse), l'Union européenne (89 milliards, en baisse) et le Japon (70 milliards, en baisse). Le déficit de la balance des transactions courantes est égal à l'excès de la dépense intérieure sur la production intérieure ou, en d'autres termes, de l'investissement intérieur sur l'épargne intérieure. Lorsque l'investissement est supérieur à l'épargne nationale, c'est l'épargne étrangère qui fait la différence. Et si un pays veut dépenser plus qu'il ne gagne, l'étranger doit être disposé à accepter ses actifs financiers en échange des biens et services qu'il lui cède. Le solde d'une balance des transactions courantes déficitaire fait en effet l'objet d'un règlement qui, dans le cas d'un paiement effectué en dollars par les Etats-Unis, s'analyse comme un accroissement des créances de l'étranger sur ce pays ; il n'en irait pas de même pour tout autre pays qui, dans les mêmes circonstances, puiserait dans des réserves constituées dans une monnaie autre que la sienne pour faire face à ses obligations extérieures. Le déficit de la balance des

transactions courantes américaine a ceci de spécifique, s'il donne lieu à un règlement en dollars, qu'il correspond à un accroissement de l'endettement extérieur américain.

## **B. Les effets monétaires d'une position économique dominante**

Pourquoi les Etats-Unis bénéficient-ils de la faculté d'effectuer des règlements à l'extérieur dans leur propre monnaie ? Il faut y voir une manifestation de leur position économique dominante. Une monnaie, pour autant qu'elle est bien gouvernée, sera plus prisée si elle donne directement accès à un marché plus vaste. L'économie américaine représente aujourd'hui encore 28% de l'économie mondiale. C'est pour le détenteur de dollars une garantie de liquidité. Cette monnaie est acceptée hors des frontières des Etats-Unis et elle est en particulier admise dans les réserves d'un grand nombre de banques centrales. Aujourd'hui la Chine dispose de 400 milliards de dollars de réserves de change, Hong Kong compris, (l'augmentation au cours de l'année qui s'est terminée en juin 2002 a atteint 60 milliards de dollars), et Taïwan de plus de 100 milliards, contre 500 pour le Japon et 350 pour l'Europe. 57% des réserves de change mondiales sont encore libellées en dollars, contre 29% en euro et 5% en yens. Près de la moitié des obligations du Trésor américaines sont désormais détenues comme réserves par des banques centrales étrangères : ce taux n'était que de 25% en 1995 et de 36% en 1998 encore.

Les Etats-Unis ne sont pas exposés à un risque de change parce que la structure du bilan consolidé de leurs établissements financiers ne peut se trouver déséquilibrée : les actifs y sont libellés dans la même monnaie que le passif. Les autres pays endettés doivent faire face à une situation différente : les actifs sont libellés en monnaie nationale et le passif en dollars. Ces passifs, appelables à court terme, se trouvent à l'origine des crises qui ont secoué les places financières asiatiques en 1997-1998.

## **C. D'un déficit de la balance des capitaux à un déficit de la balance des transactions courantes**

Au début ces déficits avaient été favorablement accueillis. Les années de l'immédiate après-guerre avaient été marquées par une grande pénurie de dollars. Il y avait un contraste saisissant entre la situation de l'économie américaine, que la guerre avait enfin sortie de la crise, et qui se trouvait au zénith, et celle de ses alliés et anciens ennemis, qui avaient subi des destructions massives. Aussi les pouvoirs publics européens et japonais de l'époque eurent-ils recours à des politiques de contrôle des changes sévères, faisant preuve de plus de discernement que les experts chargés de mettre en place, quelques quarante ans plus tard, des programmes de transition en Russie et ailleurs. Les Etats-Unis constituaient alors un vaste réservoir de biens et services pour la reconstruction, mais il fallait, pour y accéder, disposer de leur monnaie, et les dollars se faisaient d'autant plus rares que la balance des transactions courantes américaine était alors excédentaire. Dans cette situation les Etats-Unis avaient bien voulu accéder aux demandes de leurs partenaires européens en acceptant d'ouvrir, par le biais du Fonds monétaire, des crédits en dollars, mais seulement dans la limite des besoins des balances des transactions courantes : en d'autres termes, il ne s'agissait pas pour eux d'ouvrir des crédits dans leur propre monnaie à leurs partenaires pour que ceux-ci puissent effectuer des investissements aux Etats-Unis. Une loi de 1951 (Grey Act) interdit à toute personne ou société étrangère de racheter plus de 50% d'une entreprise américaine sans l'accord de la commission économique du Congrès.

Un premier tournant se situe à la fin des années quarante, après les dévaluations des principales monnaies européennes. La valeur des biens étrangers ayant été réduite par lesdites dévaluations et l'achat de ces biens pouvant être payée en dollars, le capital américain s'est progressivement orienté vers les placements étrangers. Les avoirs américains à l'étranger ont augmenté en même temps que les avoirs des autres pays en dollars, avoirs qu'on appelle communément «balances dollars ». L'accroissement de ces balances s'est accéléré en 1959 quand le dollar fut adopté comme monnaie de compensation par les pays membres de l'Union européenne des paiements.

La balance des transactions courantes américaine a été excédentaire dans les années cinquante et soixante. Mais des sorties de capitaux à long terme, y compris l'investissement direct à l'étranger et l'aide au développement, ont fait plus que compenser ces excédents. Le solde était financé au moyen de placements liquides et à court terme. Les entreprises étrangères accumulèrent les dépôts bancaires en dollars et s'investirent sur le marché monétaire américain. Les gouvernements étrangers firent provision de bons du Trésor américains. Par le jeu de ces mouvements, la position créditrice nette des Etats-Unis vis-à-vis du reste du monde continua à se renforcer.

La balance des transactions courantes américaine commence à donner des signes de faiblesse dès les années soixante, mais le caractère structurel du déficit n'apparaît qu'au début des années quatre-vingt, avec les mesures prises pour mettre fin à la tendance à l'accélération de la hausse des prix, observée depuis 1973, mesures centrées sur un resserrement brutal de la politique monétaire, et avec l'ascension du dollar qui en fut la conséquence.

Dans les deux cas, déficit de la balance des capitaux et déficit de la balance des transactions courantes, des actifs réels sont cédés contre des actifs financiers. On se félicita dans un premier temps de cette manière d'accroître la liquidité internationale. Mais on ne tarda pas à déchanter. L'économiste Fritz Machlup décrivait dès 1965, dans son ouvrage «Involuntary Foreign Lending », comment le déficit américain faisait des non-résidents américains détenteurs de dollars des créanciers involontaires des Etats-Unis. La France du général de Gaulle et de Jacques Rueff réagissait en présentant des dollars aux guichets de la Fed, en vue d'obtenir leur contre-valeur en or. Malgré le recours à des mesures de circonstance - mise à disposition des Etats-Unis d'une partie des réserves métalliques du Fonds monétaire, sous forme de prêts et de dépôts - cette situation ne pouvait durer : les stocks d'or américains étaient limités et les déficits américains ne cessaient de croître. Le 15 août 1971 le président Nixon décida de suspendre la convertibilité-or de la monnaie américaine. Dès lors il n'existait plus de frein à l'expansion monétaire américaine à l'étranger : le cours forcé du dollar était devenu une réalité.

## **II. La réalité des relations économiques entre les Etats-Unis et ses partenaires n'a qu'un rapport lointain avec ce que supposerait un ordre rationnel**

L'accumulation des déficits américains a fait des Etats-Unis le plus grand débiteur du monde. La dette extérieure américaine est maintenant de l'ordre de 5000 milliards de dollars, environ deux fois plus que celle de l'ensemble des pays en développement (2527 milliards de dollars). Une telle situation contrevient à l'ordre naturel des relations économiques entre pays développés et pays qui le sont moins.

### **A. La relation naturelle entre pays développés et ceux qui le sont moins**

Les premiers, mieux équipés par définition, sont censés avoir une plus grande propension à l'épargne et les seconds ont plus de besoins en biens d'équipement à satisfaire, ce qui signifie que le rendement de l'investissement devrait y être supérieur. La relation naturelle ou normale entre les deux devrait donc faire apparaître un excédent de la balance des transactions courantes des premiers et un déficit des seconds. En d'autres termes les premiers exporteraient des biens d'équipement vers les seconds et exporteraient en même temps des capitaux pour assurer les financements correspondants.

Telle est la théorie. On en est loin dans la pratique. Aujourd'hui 40% de l'épargne africaine quitte son continent d'origine. Les sorties nettes de capitaux de l'Amérique latine ont représenté 39 milliards de dollars en 2002. L'Europe, de façon plus naturelle, a exporté pour 347 milliards de dollars de capitaux entre 1999 et 2001. Les Etats-Unis, en revanche, ont absorbé 1300 milliards de dollars de capitaux étrangers au cours de la même période.

### **B. Une réalité très éloignée de cet ordre rationnel**

La faculté d'effectuer des règlements extérieurs dans sa propre monnaie a permis au Royaume-Uni hier, aux Etats-Unis aujourd'hui, par le déficit de la balance des transactions courantes, de maintenir leur niveau de dépenses durablement au-dessus de leur capacité de production, et de renverser ainsi l'ordre des relations qu'ils auraient dû entretenir avec leurs partenaires moins développés.

Ce ne sont pas les comportements individuels qui sont en cause. L'importateur américain aura, tout autant que son homologue dans un autre pays, le souci de se procurer les moyens de paiement nécessaires pour régler son achat à l'étranger. Il devra, en d'autres termes, produire pour obtenir des dollars et, en fin de compte, une autre production en échange. Mais du point de vue de la collectivité américaine, l'analyse n'est pas la même. L'échange dollars contre produit importé est l'échange d'un actif financier, d'une créance, contre un actif réel. L'actif financier pourra certes servir à acheter dans un avenir indéterminé une production américaine, mais ce qui importe c'est d'avoir une vue d'ensemble de ces transactions : si les actifs financiers, pris individuellement, peuvent bien donner lieu à l'achat d'une production américaine, il n'en demeure pas moins que, pris collectivement, ils représentent une masse qui ne cesse de grandir. En s'accumulant ainsi à l'extérieur, ces dollars montrent qu'ils ne sont pas, pris dans leur globalité, l'instrument de transactions différées.

### **C. Le Fonds monétaire international joue son rôle de stabilisateur des balances des transactions courantes de manière doublement asymétrique**

Le FMI veille sur les balances des transactions courantes de ses Etats-membres de manière à corriger les déséquilibres éventuels, en facilitant dans ces cas le retour à l'équilibre. C'est sa vocation première, une vocation de stabilisateur, qui, incidemment, l'a conduit en d'autres temps à s'opposer à la liberté des mouvements de capitaux. On lui a souvent reproché son comportement asymétrique en raison de la différence entre l'intérêt attentif qu'il porte aux positions déficitaires et l'intérêt beaucoup plus distant avec lequel il considère les positions excédentaires. Ce sont les déficits qui sont pénalisés, qui sont soumis à des politiques d'ajustement, alors qu'on aurait pu tout aussi bien cibler les excédents. Encore convient-il d'apporter un correctif de taille à une telle appréciation : toutes les positions déficitaires n'intéressent pas le FMI au même degré. Les Etats-Unis sont un pays dont le solde des paiements aurait dû retenir l'attention du FMI. Or, le déficit de la balance des transactions courantes américaine n'a jamais fait partie des préoccupations premières du Fonds.

Le volume considérable de dollars détenus par des non-résidents américains correspond pour l'essentiel à une demande de monnaie spéculative, en ce sens qu'il n'a pas pour vocation de satisfaire à un besoin de précaution ou de transaction. Les avoirs en dollars des non-résidents américains ne servent qu'accessoirement à financer l'investissement direct de l'étranger aux Etats-Unis. Ils sont surtout investis en bons du trésor américains, ce qui leur permet de conserver leur caractère liquide et volatil. On conçoit que les dollars détenus par des non-résidents américains représenteront un facteur d'instabilité pour le système monétaire international aussi longtemps que la monnaie américaine en restera la clef de voûte

### **III Mesures correctives envisageables**

Les mesures correctives envisageables intéressent l'euro, le dollar et ce que pourrait être une monnaie véritablement internationale.

#### **A. Le piège tendu à l'euro : l'euro ne doit pas devenir monnaie de réserve à son tour**

La situation actuelle ne peut plus durer. Le déficit de la balance des transactions courantes américaine approche des 500 milliards de dollars par an, soit 5% de la PIB américaine. Au rythme où s'accroissent les avoirs étrangers en dollars, un rythme plus rapide que celui des besoins en liquidité internationale, il faut s'attendre à la poursuite de la chute de la valeur de la monnaie américaine. On estime que chaque baisse de 1% de la valeur du dollar se traduit par une baisse de dix milliards de dollars du déficit de la balance des transactions courantes américaine. Une grande crise de confiance, où les opérateurs chercheraient presque à n'importe quel prix à se défaire de leurs avoirs en dollars, faisant brutalement baisser le cours du billet vert, n'est pas à exclure, même s'il est vrai qu'on a trop souvent donné l'alerte pour qu'elle n'ait pas perdu une partie de sa crédibilité. Quoi qu'il en soit, on peut s'interroger sur ce que serait alors la contrepartie. Contre quelle monnaie les dollars s'échangeraient-ils ?

L'euro est évidemment la réponse qui vient à l'esprit. C'est l'alternative la plus vraisemblable. De fait la part du dollar dans les réserves de change des banques centrales est passée de 70 à 57% en dix ans, tandis que, depuis son apparition en 1999, celle de l'euro est passée de 10 à 29%.

La question est de savoir comment il convient d'accueillir le choix de l'euro par les marchés. Une attitude passive accrédirait rapidement l'euro comme monnaie de réserve, et on aurait alors toutes les chances de voir apparaître un déficit chronique de la balance des transactions courantes de la zone euro. Ce serait une solution de facilité mais elle ne serait pas plus équitable que celle qui correspond au déficit américain actuel. La BCE devrait s'interroger sur la politique à suivre pour prévenir l'accumulation de balances euro à l'étranger. Les mesures prises par les Suisses pour décourager la détention de réserves en leur monnaie pourraient servir d'exemple.

### **B. Accompagner le dollar pour lui permettre de sortir en douceur de son rôle de monnaie de réserve**

La sortie d'une situation de monnaie de réserve n'est pas aisée. Il suffit d'observer ce que fut le sort de la livre après la deuxième guerre mondiale pour s'en convaincre. L'économie britannique était rendue fragile par les destructions associées au conflit, certes, mais, peut-être plus encore, par le volume de la dette extérieure, par les «balances sterling». Le moindre déficit de sa balance commerciale faisait craindre une dévaluation, et tous les porteurs étrangers de sterling se précipitaient alors pour convertir leurs avoirs pendant qu'il en était encore temps. Le chancelier de l'échiquier en était réduit à suivre les variations de la balance commerciale au jour le jour et à relever de manière préventive les taux d'intérêt lorsque les comptes extérieurs menaçaient de se dégrader, ce qui ne manquait pas de freiner l'activité économique. Malgré des mesures restrictives draconiennes, le gouvernement ne put échapper aux dévaluations, ce qui, pour les détenteurs de sterling à l'étranger, revenait à subir les effets d'une faillite partielle. Les Britanniques durent liquider une partie de l'important portefeuille de valeurs étrangères qu'ils avaient reconstitué après la dernière guerre.

Il faudrait que le taux de croissance des économies européennes redevienne plus élevé que celui des Etats-Unis et que l'on assiste concurremment à une augmentation des rendements des investissements sur le vieux continent. La demande accrue pour l'euro par rapport au dollar qui s'ensuivrait se traduirait par une baisse du billet vert. Il conviendrait aussi, pour résorber les balances dollars détenues à l'extérieur, de favoriser l'investissement direct de l'étranger aux Etats-Unis.

### **C. Vers une nouvelle monnaie internationale ?**

A défaut d'euro, à défaut de dollar, quelle devrait donc être la nouvelle monnaie internationale, à supposer qu'il en faille une ? Commençons par rappeler en effet que dans un régime de changes variables, le problème de la liquidité internationale ne se pose pas. Les réserves monétaires peuvent demeurer à un niveau constant, et, d'ailleurs, à un niveau aussi faible qu'on le désire. L'équilibre des paiements extérieurs n'exige pas l'intervention des autorités ; il est assuré au jour le jour par les variations des cours des devises. Les systèmes monétaires nationaux sont nécessaires à l'échange monétaire, alors que les systèmes monétaires internationaux ne le sont pas. Pour pratiquer l'échange monétaire, pour échapper

en d'autres termes, aux inconvénients du troc, il faut disposer d'une monnaie, mais il n'est pas indispensable d'en avoir deux, une nationale et une seconde internationale imbriquée dans la première. Dans presque tous les pays du monde il existe maintenant un système monétaire national ; on pourrait donc très bien se passer d'un système monétaire international. Les transactions extérieures seraient, comme aujourd'hui, libellées dans une monnaie nationale. Les marchés des devises, au lieu de donner lieu à l'intervention systématique des autorités se portant contrepartie, seraient équilibrés par les variations des taux de change. Un des mérites du régime des changes variables est qu'il dispense les autorités du souci de conserver des réserves monétaires extérieures.

Plaçons nous maintenant dans l'autre cas de figure, celui de l'existence d'une monnaie internationale, du type de celle qui régit les échanges actuellement. La racine du mal est que la monnaie internationale, qu'il s'agisse de la livre sterling hier, du dollar aujourd'hui ou demain, peut-être, de l'euro, est la monnaie d'une économie donnée et qu'elle n'est pas gagée : sa détention par un ressortissant étranger s'analyse donc comme un crédit effectué par celui-ci au pays d'émission. Une monnaie nationale gagée ne conduirait pas à l'échange d'un titre de créance contre un bien réel : utilisée comme moyen de règlement, elle se présente comme l'instrument d'un véritable troc institutionnalisé. Une monnaie gagée représente pour son détenteur un actif réel, en ce sens qu'il correspond à une part de l'épargne collective ; une monnaie non gagée n'est qu'un actif financier, c'est-à-dire qu'il ne représente pas une part de l'épargne collective. Une des manières de bien saisir cette réalité est de partir d'une observation du système monétaire actuel, lequel se présente comme le bilan d'une banque unique : à l'actif on trouve les crédits à l'économie et au passif les dépôts, en d'autres termes la masse monétaire. La manière peut-être la plus frappante de comprendre que sous le régime de la monnaie de banque qui est le nôtre la monnaie n'est pas une forme d'épargne collective est de se rendre à cette évidence que si chacun remboursait ses dettes à l'égard des établissements financiers, il n'y aurait plus de monnaie. Les actifs et les passifs des opérateurs à l'égard du système financier s'équilibrent. L'épargne des uns est exactement compensée par la désépargne des autres, de telle sorte que la réserve d'épargne correspondant à la masse monétaire set nulle.

L'important est que la monnaie internationale soit une monnaie neutre, ne permettant pas un enrichissement sans cause du pays ou de la zone émettrice, au détriment des détenteurs extérieurs.

\*

\*            \*



Les déséquilibres des balances des transactions courantes ne sont pas la première cause de l'instabilité des changes actuels. Celle-ci s'explique bien davantage par les mouvements de capitaux, qui totalisent plus de mille milliards de dollars par jour, que par les opérations commerciales. Les mouvements de capitaux expliquent la persistance de grands déséquilibres des balances des transactions courantes dans un monde de changes variables.

Mais les opérations commerciales, recensées par la balance des transactions courantes, ont néanmoins une signification sans commune mesure avec ce que pourrait laisser croire la modicité de leur volume rapporté à celui des opérations financières. Elle permet de porter un jugement sur la compétitivité d'une économie et surtout sur l'évolution de sa position, créditrice ou débitrice, à l'égard du reste du monde. La position extérieure résulte en effet des soldes cumulés des balances des transactions courantes auxquels s'ajoutent, le cas échéant, les emprunts nécessaires pour assurer le service de la dette.

Les Etats-Unis sont passés en peu d'années d'une position créditrice à une position qui en fait de très loin le premier débiteur du monde.

**Position nette des Etats-Unis à l'égard du reste du monde  
(en milliards de dollars, aux prix du marché)**

1982	1984	1986	1988	1990	1992	1994	1996	1998	2000
235	134	100	10	-164	-452	-170	-542	-1423	-2187

Le déficit de leur balance des transactions courantes a atteint ces derniers mois des montants sans précédent, des montants qui dépassent un budget de la défense que de nombreux commentateurs n'hésitent pourtant pas à qualifier d'extravagant. Cet état de fait ne devrait pas manquer d'avoir une incidence politique, s'agissant notamment de la relation transatlantique. Au reproche américain qu'ils ne consentent pas un effort suffisant pour leur défense, les Européens paraissent en effet fondés à rétorquer que l'effort américain n'est qu'apparent : tout se passe comme si les crédits militaires outre-Atlantique étaient financés par l'étranger. Une correction s'impose, elle ne peut pas ne pas avoir lieu, et mieux vaudrait qu'elle fût voulue que subie.

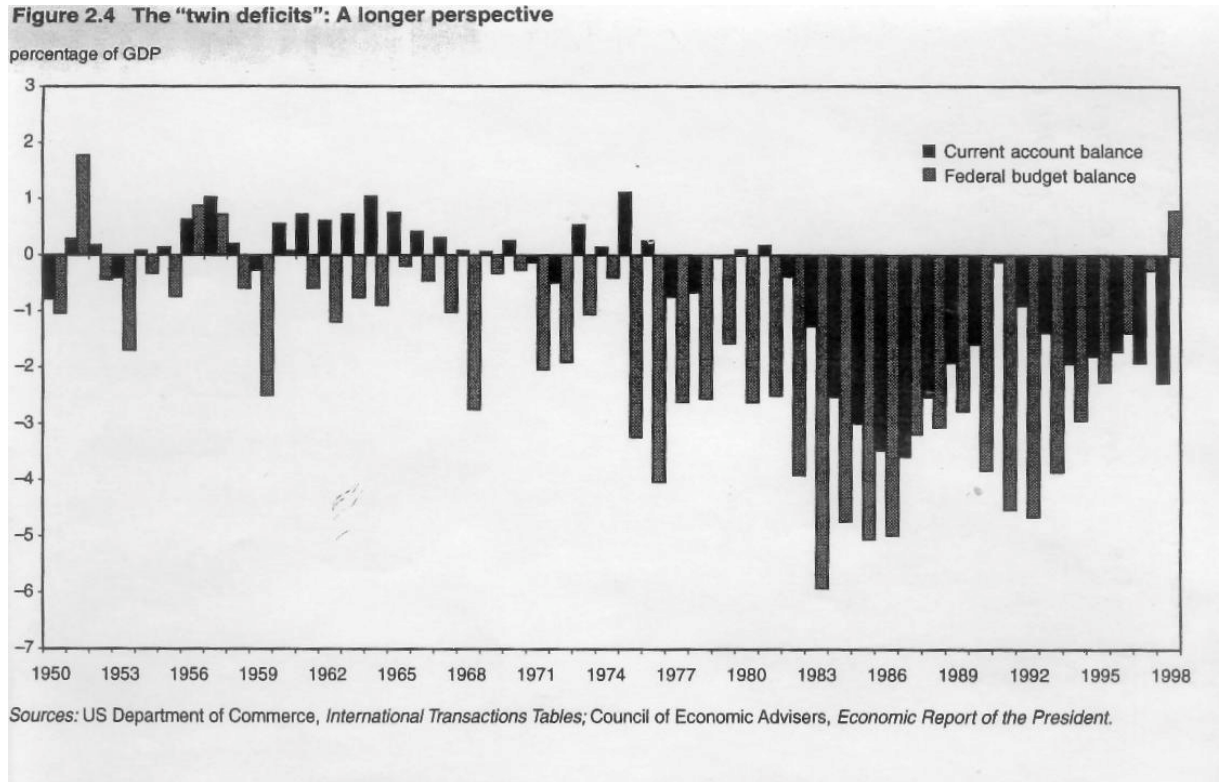
L'Europe de la zone euro est loin du plein emploi : elle pourrait produire plus. Pour cela elle doit commencer par dépenser plus : la situation de sa balance des transactions courantes et la parité actuelle de sa monnaie l'y invitent. Elle vit en tout cas nettement en dessous de ses moyens.

L'Amérique, il y a peu de temps encore, était proche du plein emploi. Elle ne pouvait pas produire beaucoup plus, mais elle parvenait à dépenser nettement plus qu'elle ne produisait en accroissant son endettement extérieur. Elle vivait et elle vit encore clairement au-dessus de ses moyens.

La zone euro ne doit plus contraindre sa demande interne comme elle le fait en s'imposant les butoirs artificiels du pacte de stabilité. Celui-ci doit être revu et corrigé sans tarder de manière que l'objectif de stabilité des prix soit dissocié de politiques excessivement restrictives en période de basse conjoncture. Cela pourrait se faire lors de la mise en place, annoncée mais toujours attendue, de cette politique économique commune appelée à devenir le pendant et le complément de l'union monétaire. Il faut que les politiques budgétaires soient mieux coordonnées et qu'elles obéissent à une même discipline, mais il est temps de leur laisser jouer un rôle anti-cyclique plus prononcé. Le déficit du budget fédéral des Etats-Unis en 1983 avait atteint 6% de la production nationale et avait permis d'amorcer une forte reprise de l'activité économique. Au nom de quoi l'Europe se priverait-elle d'un tel instrument ?

Annexe 1 :

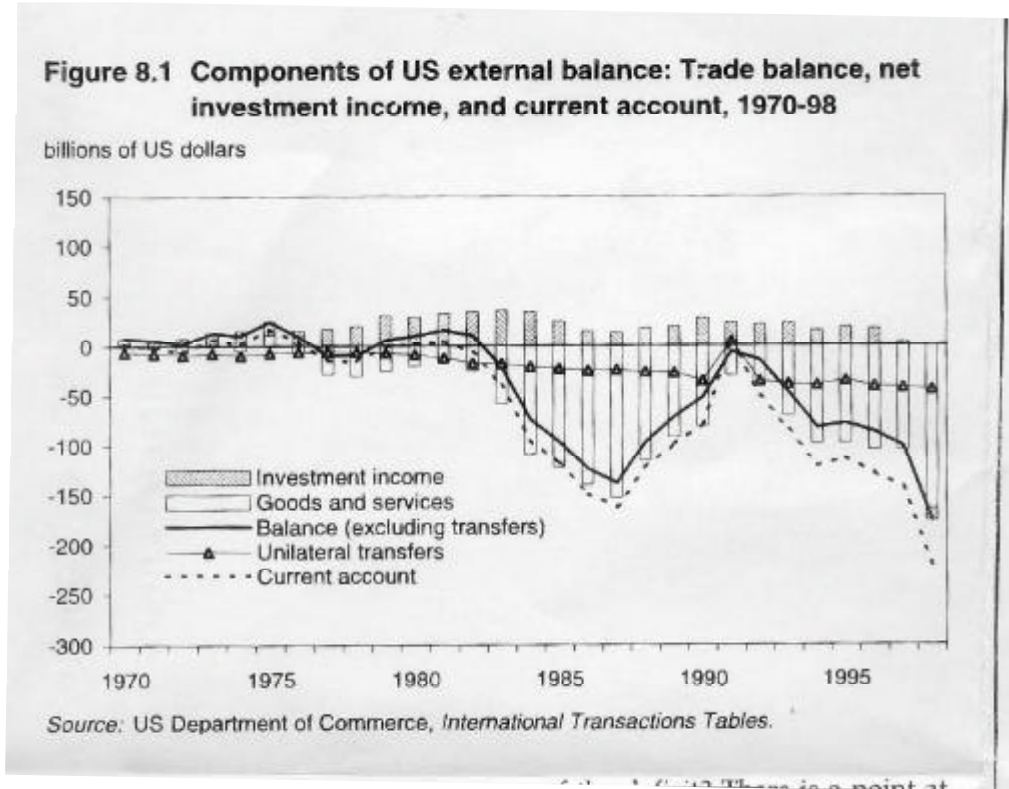
**EVOLUTION DES SOLDES DU BUDGET FEDERAL ET DE LA BALANCE DES TRANSACTIONS COURANTES DES ETATS UNIS**



Source secondaire : « is the US trade deficit sustainable? Catherine L. Mann, Institute for international Economics (1999)

Annexe 2 :

Evolution des composantes de la balance des transactions courantes américaine

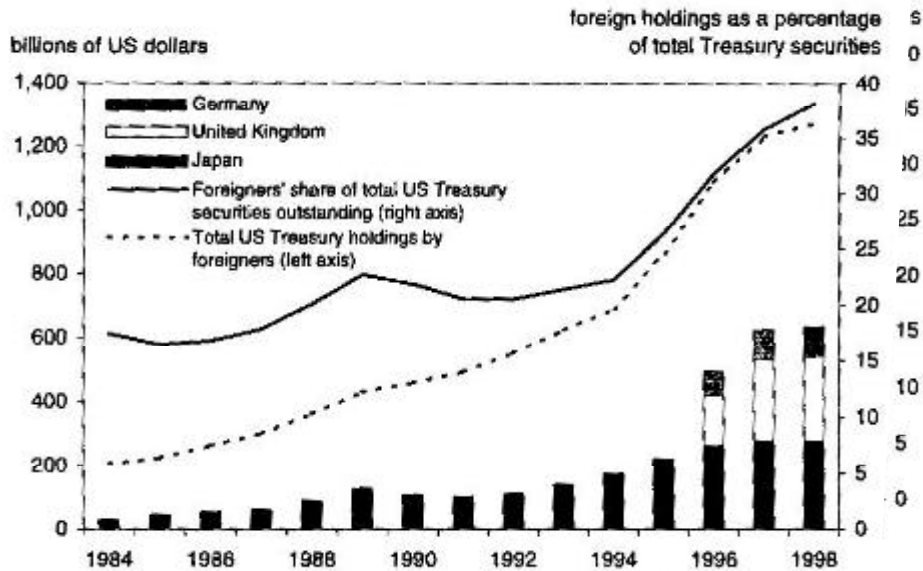


Source secondaire : « is the US trade deficit sustainable? Catherine L. Mann, Institute for international Economics (1999)

Annexe 3

EVOLUTION DE LA PART DES BONS DU TRESOR AMERICAINS DETENUE PAR DES PORTEURS ETRANGERS ET DES ACTIFS NETS DES ETATS UNIS

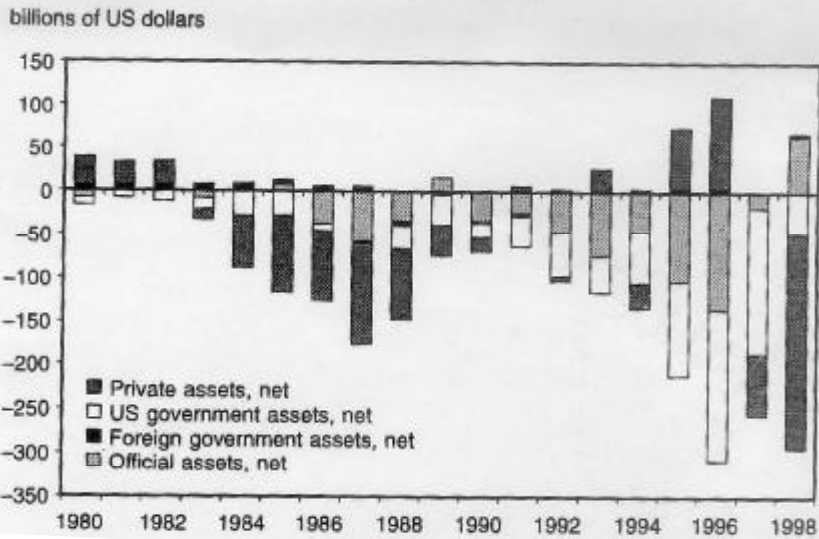
Figure 10.4 Foreign holdings of US Treasury securities, 1984-98



Note: Data for countries other than Japan before 1995 are not available.

Source: US Treasury Department, *Treasury Bulletin*.

Figure 10.5 Net US assets: Capital flows, 1980-98



Source secondaire : « is the US trade deficit sustainable? Catherine L. Mann, Institute for international Economics (1999)