

L'économie mondiale peut-elle supporter des réductions d'impôts aux États-Unis?

L'étalon dollar revisité

Ronald McKinnon



Ronald McKinnon est professeur titulaire de la chaire William D. Eberle au Département de sciences économiques de l'université Stanford.

LE 25 JANVIER 2001, le Président du Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve des États-Unis, Alan Greenspan, mettait fin à son opposition de longue date aux réductions d'impôts — cri de ralliement de la présidence de Bill Clinton et du parti démocrate. Avec le nouveau gouvernement de George W. Bush, déjà profondément engagé dans la voie des réductions d'impôts, et l'augmentation prévue des excédents budgétaires publics pour un avenir indéfini, un soutien massif à des réductions d'impôts considérables est soudain devenu politiquement irrésistible.

La forte baisse de la croissance du PNB et du marché des actions aux États-Unis au cours du dernier trimestre de 2000 n'est certainement pas étrangère au revirement de M. Greenspan. Et le risque d'un ralentissement conjoncturel marqué justifie à court terme une réaction de type keynésien du côté de la politique budgétaire — comme une réduction des impôts — pour compléter le nouvel assouplissement de la politique monétaire du Fed. Cependant, la politique budgétaire devrait surtout viser à faciliter l'ajustement structurel à plus long terme.

Dès lors que divers impôts auront été réduits et les codes correspondants révisés, il sera difficile de faire marche arrière. S'il peut paraître que les diminutions d'impôts en 2001 arrivent au bon moment pour stimuler la dépense intérieure dans les deux années à venir, il serait opportun de concevoir toute diminution d'impôts dans une perspective à plus long terme. Et le principal problème structurel à plus long terme qui menace l'économie des États-Unis est l'insuffisance de l'épargne nationale : l'épargne nette des ménages est proche de zéro.

Au cours de la dernière décennie, l'épargne des ménages a diminué plus que l'épargne publique (exprimée par les excédents bud-

gétaires) n'a augmenté. L'énorme déficit des transactions courantes de la balance des paiements des États-Unis, d'environ 4,5 % du PNB en 2000, reflète ce déséquilibre de l'épargne. Pour financer un niveau normal d'investissement intérieur — historiquement, d'environ 17 % du PNB —, les États-Unis ont dû fortement ponctionner l'épargne du reste du monde. De «mauvaises» réductions d'impôts — celles qui réduisent l'épargne publique sans stimuler l'épargne privée — pourraient alourdir cet endettement vis-à-vis de l'étranger.

Le dollar, étalon international

Depuis plus de vingt ans, les États-Unis puisent abondamment dans les réserves limitées d'épargne mondiale pour soutenir leur forte consommation — celle de l'administration fédérale dans les années 80 et celle des ménages dans les années 90. Les entrées nettes de capitaux y sont à présent plus importantes que dans l'ensemble des pays en développement. C'est ainsi que, de créancier net du reste du monde au début des années 80, ils sont devenus le plus gros débiteur mondial — à hauteur de 2.300 milliards de dollars en 2000. Les bilans des ménages et des entreprises des États-Unis accusent l'effet cumulé de l'emprunt extérieur privé depuis dix ans. L'endettement des ménages atteint maintenant un record de 1,1 fois le revenu disponible; l'endettement des entreprises est aussi très élevé par rapport à leur cash-flow.

Les Américains doivent-ils s'inquiéter? Somme toute, le dollar reste fort et les États-Unis sont dans une position unique en ce qu'ils disposent d'une ligne de crédit pratiquement illimitée, en grande partie libellée en dollars, auprès du reste du monde. En conséquence, les banques et autres institutions financières des États-Unis sont relativement à l'abri des risques de change; leurs actifs, qui consistent largement en prêts intérieurs, et leurs passifs

(dépôts), dont une part substantielle revient à des investisseurs étrangers, sont libellés en dollars. En revanche, d'autres pays débiteurs doivent composer avec des disparités de monnaies : les passifs internationaux de leurs banques et d'autres entreprises sont libellés en dollars, et leurs actifs en monnaie nationale. C'est d'ailleurs cette disparité qui a été à l'origine de la crise monétaire de 1997-98 en Asie.

L'invulnérabilité des États-Unis aux crises monétaires tient-elle simplement à la plus grande force des marchés financiers et à la sagesse de leurs autorités de réglementation? Non. Le fait que les États-Unis sont l'emprunteur international préféré n'est que pur hasard. Comment cet accident de l'histoire est-il arrivé?

Au lendemain de la deuxième guerre mondiale, la confiance dans les monnaies et les systèmes financiers de tous les autres pays industrialisés s'était évaporée. Pour empêcher la fuite des capitaux, le Japon et les pays européens imposèrent un contrôle des changes rigoureux. Le dollar E.U., relativement stable, était la seule grande monnaie dans laquelle les échanges internationaux pouvaient s'effectuer librement. À la fin des années 40, sous le nouveau régime monétaire de Bretton Woods, les autres nations déclarèrent la parité officielle de leur monnaie avec le dollar. Au lieu de créer des asymétries entre les monnaies, cet ordre monétaire officiel ne faisait que les sanctionner. C'est ainsi que le dollar fut sacré monnaie internationale de choix.

Quand le système des parités officielles s'effondra en 1971, le dollar ne fut pas détrôné. Il est encore, à ce jour, la monnaie véhiculaire des marchés des changes interbancaires au comptant et à terme, la monnaie de facturation des échanges de produits primaires et de nombreux produits industriels et services, et la principale monnaie de libellé des flux internationaux de capitaux. En dehors de l'Europe, les gouvernements utilisent le dollar comme principale monnaie d'intervention — auquel ils rattachent souvent leur monnaie officieusement —, et les banques centrales et Trésors publics des pays étrangers détiennent généralement des bons du Trésor des États-Unis dans leurs réserves de change officielles.

La fourniture de monnaie internationale est un monopole naturel. À partir du moment où il fut décidé que le dollar serait la monnaie de référence du système financier mondial, la poursuite de son utilisation permettait d'énormes économies d'échelle. Plus les pays A et B utilisent le dollar dans les transactions internationales, plus il est intéressant pour les pays C et D d'en faire autant (pour réduire les coûts). Le dollar ne pourrait maintenant être déchu de son rôle qu'en cas d'événement cataclysmique — comme une inflation massive aux États-Unis. (L'exception majeure à l'hégémonie du dollar en tant que monnaie internationale est l'euro, qui joue un rôle important dans les pays voisins de l'Union européenne.)

Si le rôle de monnaie de référence joué par le dollar est une bonne chose pour promouvoir un système de change international efficient, un de ses effets secondaires est que les emprunts internationaux des États-Unis ne sont pas assujettis à des con-

«Le principal problème structurel à plus long terme qui menace l'économie des États-Unis est l'insuffisance de l'épargne nationale : l'épargne nette des ménages est proche de zéro.»

traintes budgétaires strictes. À mesure qu'augmente le revenu du reste du monde, la demande de dollars émanant des entreprises et États étrangers qui cherchent à accroître leurs liquidités internationales progresse en conséquence. Les États-Unis peuvent fournir ces actifs liquides en dollars — créances liquides sur les banques américaines, billets et pièces, bons du Trésor ou d'administrations publiques des États-Unis, ou actions et obligations privées — sans calendrier bien défini de remboursement net. L'analogie la plus proche serait une banque centrale qui émet de la monnaie fiduciaire dans les limites de son domaine monétaire national. Bien que les billets et pièces puissent constituer officiellement des obligations

de la banque centrale, celles-ci n'ont en pratique jamais à être remboursées étant donné la demande constante de monnaie nationale par le secteur privé.

Les États-Unis ont choisi de tirer parti de cette contrainte souple en matière d'emprunt en absorbant les capitaux nets provenant du reste du monde. Mais un étalon dollar efficient n'a pas besoin des déficits continus des transactions courantes des États-Unis pour fournir des liquidités internationales. Même sans ces déficits, le reste du monde pourrait encore avoir des liquidités en dollars.

En fait, les transactions courantes des États-Unis étaient largement excédentaires pendant les années 50 et 60. Cependant, les sorties de capitaux à long terme (y compris les investissements directs extérieurs non liquides ainsi que l'aide au développement) dépassaient ces excédents. Ce déficit des paiements était couvert par des entrées de capitaux plus liquides, généralement à plus court terme : les entreprises étrangères accroissaient leurs stocks liquides de dépôts bancaires et d'instruments du marché monétaire des États-Unis, et les États étrangers accroissaient leurs stocks de bons du Trésor des États-Unis. Tel un gigantesque intermédiaire financier international, les États-Unis prêtaient à long terme et empruntaient (moins) à court terme au reste du monde, satisfaisant la demande croissante de liquidités en dollars tout en conservant leur position créditrice nette.

Pour ce nouveau millénaire, si les États-Unis devaient équilibrer leurs transactions courantes, voire dégager des excédents, le reste du monde pourrait encore obtenir les liquidités dont il a besoin. Mais si nous acceptons l'hypothèse selon laquelle la ligne de crédit consentie aux États-Unis par le reste du monde est illimitée, pourquoi ne pas continuer à emprunter pour couvrir les déficits des transactions courantes? Les consommateurs américains n'auraient-ils pas intérêt à continuer d'emprunter indéfiniment pour maintenir leurs dépenses à un niveau supérieur à leur revenu?

La persistance de lourds déficits des transactions courantes aux États-Unis pose deux grands problèmes : 1) les ménages et certaines entreprises américaines qui s'endettent à l'excès verront leur solvabilité diminuer; 2) le protectionnisme augmentera à mesure que le lourd déficit commercial des États-Unis continuera d'éroder la base industrielle du pays.

Fragilité financière

Le secteur des entreprises aux États-Unis est moins vulnérable que les ménages au surendettement qui est dû à la faible contrainte de l'emprunt sur les marchés internationaux. Les étrangers peuvent acheter, et achètent, des créances sur les entreprises américaines sous forme de participations ainsi que des titres industriels et effets de commerce. Ainsi, le ratio dette-fonds propres de la plupart des sociétés américaines, tout en restant inconfortablement élevé, n'augmente pas nécessairement sous l'effet des entrées de capitaux étrangers.

Pendant, personne ne peut acquérir de capital-actions dans les ménages américains. Ainsi, dans la mesure où les entrées de capitaux étrangers atténuent les contraintes budgétaires des ménages, elles se traduisent par une augmentation de leur endettement. Bien qu'en apparence, les ménages américains n'empruntent pas à l'étranger, ils le font indirectement par l'intermédiation des banques et établissements financiers intérieurs. Ceux-ci peuvent facilement, et à bon compte, financer la prolifération de cartes de crédit à la consommation intérieure et les prêts hypothécaires en vendant, directement ou indirectement, des dépôts liquides en dollars et autres instruments financiers aux investisseurs étrangers. L'endettement et le faible actif net des ménages américains à revenu modéré qui en résultent rendent la situation macroéconomique moins stable. Par exemple, l'endettement des ménages pourrait aggraver le ralentissement cyclique en 2001 s'il entraîne une forte augmentation des faillites personnelles — et une forte baisse des dépenses de consommation.

Résurgence du protectionnisme?

Les déficits commerciaux des États-Unis sont aussi assujettis à une contrainte politico-économique : on ne peut transférer

l'épargne étrangère aux États-Unis que par le biais d'importants déficits de leurs transactions courantes, c'est-à-dire en laissant les dépenses dépasser le revenu. Pour tout niveau de revenu, cela signifie une diminution des exportations des États-Unis (définies au sens large) et une augmentation des importations. Était donné que, dans bien des pays, l'agriculture et certains secteurs de services sont largement couverts par les interventions et mesures protectionnistes gouvernementales, c'est le secteur industriel qui doit généralement supporter le plus gros de l'ajustement aux fluctuations de la balance commerciale.

Pour composer avec le déficit commercial, toutes choses égales par ailleurs, les industries manufacturières américaines doivent réduire leur production de biens d'exportation et de remplacement des importations. Les États-Unis se sont d'ailleurs retirés, ou sont en train de le faire, de certaines branches — comme les équipements photographiques à technologie numérique. Dans les domaines où les États-Unis ont une avance technologique — ordinateurs, circuits intégrés et équipements liés à Internet, les entreprises américaines confieront une plus large part de leur production à leurs filiales étrangères pour répondre au besoin de transferts nets de capitaux provenant du reste du monde.

Le puriste pourrait dire, «si c'est ce que dicte le marché, ainsi soit-il.» Mais, d'une certaine façon, le marché est biaisé par les considérations monétaires internationales. Plus important, les obstacles politiques au maintien du libre-échange se multiplient quand le déficit commercial s'alourdit. D'abord, quand le secteur des exportations aux États-Unis est en repli, il en va de même des lobbys favorables au maintien de l'ouverture réciproque des marchés étrangers et du marché intérieur. Le deuxième obstacle politique est la perception, juste ou non, qu'un lourd déficit commercial reflète des pratiques «dé-

La disparition des bons du Trésor des États-Unis : les Américains doivent-ils s'inquiéter?

En se déclarant favorable à des réductions d'impôts en 2001, le Président du Fed, Alan Greenspan n'a pas insisté sur l'argument keynésien habituellement invoqué à l'appui de telles mesures : la nécessité d'appliquer un stimulant économique contracyclique à une économie en perte de vitesse. Se plaçant dans une perspective à plus long terme, M. Greenspan craignait plutôt que les lourds déficits budgétaires projetés n'éliminent le stock des bons du Trésor américain détenus en dehors du système de la sécurité sociale. L'ancienne dette du Trésor sera rachetée et il ne sera pas émis de nouvel emprunt. L'Office of Management and Budget estimait en juin 2000 que la dette détenue par le public — hormis celle qui était détenue dans les comptes des administrations publiques, mais y compris celle qui était détenue par le Fed — serait entièrement remboursée en 2012. De multiples signes indiquent d'ores et déjà que l'open-market des bons du Trésor est en recul — avec la cessation des nouvelles émissions d'effets à un an et, peut-être, de bons à trente ans — et est donc en train de devenir moins liquide.

Si les excédents budgétaires persistent une fois que tous les bons du Trésor auront été retirés, les administrations publiques des États-Unis, y compris le Fed, n'auront pas d'autre choix que d'investir leurs recettes fiscales excédentaires dans des actions et des obligations émises par des entreprises privées. Pour

M. Greenspan, en fournissant des crédits à des agents privés, ou en acquérant des créances sur ceux-ci, l'État occuperait beaucoup trop de place sur les marchés financiers intérieurs.

En revanche, si les réductions d'impôts visaient principalement à stimuler l'épargne privée dans le cadre de plans d'épargne-retraite individuels, tels que les plans 401K, l'actif net des ménages américains augmenterait. Avec une réduction de la dette des ménages, la situation macroéconomique serait moins vulnérable. En principe, la demande de bons du Trésor par les ménages pourrait augmenter parallèlement à leur épargne. Cependant, la demande d'un avoir liquide sûr et «neutre», émanant d'institutions financières importantes — le Fed, les banques commerciales, les compagnies d'assurances et leurs contreparties à l'étranger —, dominerait presque certainement le marché des bons du Trésor restant (comme c'est d'ailleurs largement le cas actuellement). Par conséquent, avec des réductions d'impôts incitant à épargner, le «problème» d'un État trop envahissant sur les marchés financiers privés serait résolu sans accroissement du déficit des transactions courantes.

En revanche, si les réductions d'impôts sont plus fortes qu'il est nécessaire pour inciter à accroître l'épargne privée aux États-Unis, l'offre de bons du Trésor américain sur les marchés mondiaux augmentera certainement, au prix d'un alourdissement

loyales» de la part d'autres pays — et que le gouvernement des États-Unis doit protéger l'industrie intérieure.

Pendant les belles années de rapide croissance et de chômage exceptionnellement faible pour l'économie américaine, de 1995 à 2000, les pressions protectionnistes ont été en demi-teinte. Cependant, avec le ralentissement cyclique qui se caractérise par une hausse du chômage et un déferlement de faillites d'entreprises, les pressions protectionnistes reviendront de plus belle. À plus long terme, il serait beaucoup plus facile de préserver le libre-échange si les États-Unis équilibraient leur balance commerciale.

Des réductions d'impôts que les États-Unis peuvent se permettre

Si l'excédent budgétaire considérable d'aujourd'hui était réduit par des coupes claires dans les impôts sans que l'épargne des ménages américains augmente, l'énorme déficit des transactions courantes des États-Unis s'alourdirait.

Les Américains mettent beaucoup trop peu, et puisent beaucoup trop, dans leurs fonds de retraite. Cette prodigalité tient à la fiscalité. Les réductions d'impôts devraient prendre la forme de plafonds beaucoup plus hauts pour les déductions du revenu imposable au titre de l'épargne-retraite, et les personnes âgées devraient pouvoir accumuler de l'épargne indéfiniment, et sans pénalités, dans leurs fonds de retraite.

L'élimination des impôts sur les successions contribuerait à inciter les ménages à épargner — dans leurs plans de retraite et sous d'autres formes — de manière à pouvoir transmettre davantage de richesse à la génération suivante. Les gens ne seraient plus aussi pressés, quand ils prennent leur retraite, de convertir le capital de leurs fonds de pension en rentes et de tout dépenser avant leur mort. Au lieu de cela, les

retraités laisseraient une partie de leurs contributions dans leurs fonds de retraite à prestations déterminées, compte tenu en particulier des risques associés au placement intégral du capital retraite dans un fonds à rente fixe : il n'y a pas de marge d'erreur pour le cas où un retraité doit faire face à des frais imprévus.

L'élimination des droits de succession découragerait aussi les plus riches de se «déléster» d'énormes contributions déductibles de leur revenu imposable à des organisations philanthropiques — qui sont souvent des organisations caritatives ou fondations «paravent» suspectes sur lesquelles ils gardent un contrôle personnel considérable. L'administration fiscale américaine soumet ces fondations à de strictes directives qui les obligent à dépenser une large part de ce qu'elles reçoivent, ce qui contribue encore à décourager l'épargne.

Une mesure encore plus radicale consisterait à introduire un impôt sur le revenu faible et forfaitaire, sans autre déduction qu'un abattement personnel généreux. Sans incitations fiscales importantes pour les dons aux organisations religieuses et autres œuvres caritatives et philanthropiques, les dons philanthropiques gagneraient en qualité, même s'ils perdaient en quantité. En l'absence d'avantages fiscaux, les donateurs auraient beaucoup plus à cœur de veiller au succès des organisations auxquelles ils contribuent. Bien que difficiles à estimer, les fuites d'épargne aux États-Unis sous forme de dons pour raisons fiscales à toutes sortes d'organisations sans but lucratif semblent considérables.

En résumé, compte tenu de la balance des paiements internationaux, le nouveau gouvernement devrait considérer en priorité les réductions d'impôts qui accroissent manifestement les incitations à l'épargne des ménages. Mais cela fait beaucoup à considérer et peut-être trop à espérer. **F&D**

du déficit des transactions courantes des États-Unis sans aucune amélioration de la situation financière précaire des ménages. Et la part de l'encours des bons du Trésor détenus par les investisseurs étrangers augmenterait certainement.

À défaut de réductions d'impôts (ou d'augmentations des dépenses) aux États-Unis, l'étalon dollar peut-il survivre au retrait des bons du Trésor américain des marchés internationaux? En 2000, les investisseurs étrangers avaient environ 42 % des bons du Trésor américain non détenus par les fonds fiduciaires du gouvernement des États-Unis ou par le Fed, et environ la moitié de ces avoirs détenus à l'étranger l'étaient par des institutions publiques telles que banques centrales ou Trésors. Certains pays ont des réserves en devises colossales : les réserves officielles du Japon s'élèvent à plus de 300 milliards de dollars, celles de la Chine à 150 milliards, et celles de la Corée, de la RAS de Hong Kong et de la province chinoise de Taiwan à 100 milliards, respectivement. Une grande partie de ces réserves revêt la forme d'actifs en dollars, dont une large part consiste en bons du Trésor des États-Unis.

Étant donné que la banque centrale créatrice de dollars (le Fed) appartient à l'administration fédérale des États-Unis, les bons du Trésor américain sont considérés comme l'«actif sans risque» sur les marchés financiers mondiaux. Les États-Unis peuvent toujours créer les moyens de règlement de leur

propre dette — que celle-ci soit détenue dans le pays ou par des investisseurs étrangers. Sous le régime mondial de l'étalon dollar, aucun autre pays ne peut ainsi créer de la monnaie internationale à volonté.

L'attrait des bons du Trésor américain a sans aucun doute contribué à la ligne de crédit très élastique du reste du monde aux États-Unis que ceux-ci exploitent depuis vingt ans. Mais l'existence d'un avoir de réserve aussi sûr, avec un pouvoir d'achat international garanti, est aussi très commode pour les autres pays. Le dollar étant si communément utilisé en tant que monnaie véhiculaire et monnaie de facturation, il serait difficile, mais non impossible, de trouver un autre instrument aussi liquide comme avoir de réserve international. À défaut de bons du Trésor américain, les banques centrales et ministères des finances étrangers pourraient envisager de détenir des actifs en dollars, comme des obligations ou des actions, qui constituent des créances sur le secteur privé des États-Unis, ou sur des émetteurs étrangers de dette libellée en dollars, ce qui pourrait être par définition plus risqué. En tout état de cause, le risque de crédit sur les avoirs de réserve officiels serait plus problématique. Et le dilemme d'Alan Greenspan prendrait une autre forme. Les États étrangers aussi bien que l'administration publique des États-Unis s'immisceraient alors dans le financement des entreprises privées américaines!