



# “ L'Europe n'a pas les outils d'action collective pour impulser une reprise vigoureuse ”

*La reprise en Europe reste dépendante de la croissance américaine, elle-même fonction de la politique expansive menée par le gouvernement. La question de sa pérennité se pose pour la période postélectorale du deuxième semestre 2004. À plus long terme, les scénarios de croissance mondiale sont liés au développement des zones émergentes qui ont des réserves de main-d'œuvre considérables et un fort capital humain, une perspective qui rend l'Asie prépondérante.*

### **Comment interprétez-vous l'évolution actuelle du dollar face à l'euro ?**

L'effritement de la monnaie américaine découle de raisons mécaniques. L'excès de dollars offerts sur les marchés de change, nécessaire pour financer le flux de dépenses américaines, est à la base de ce mouvement. En effet, la demande spontanée des agents privés non-résidents ne suffit pas à absorber cette offre au taux de change en vigueur, ce qui entraîne une baisse du dollar. Compte tenu de la nature des pressions qui s'exercent aujourd'hui sur le dollar, qui ne sont pas d'ordre spéculatif, les banques centrales, si elles le veulent, peu-

vent réguler le mouvement des cours de change. Pour contrer la dépréciation de la monnaie américaine, il leur faut intervenir sur l'excès de dollar provenant du flux de financement, ce que font actuellement les banques centrales asiatiques, pour différentes raisons. \*

### **Pour quelles raisons les banques centrales asiatiques sont-elles aussi actives sur le dollar ?**

Pour le Japon, la reprise de l'activité réelle est perceptible, mais la déflation persiste. Pour l'instant il s'agit donc d'éviter une appréciation trop vive du yen qui bloquerait le processus de reprise, la

croissance des exportations demeurant indispensable pour relancer l'économie.

Pour les autres pays asiatiques, il faut prendre en considération leurs évolutions structurelles. Cette zone est en train de constituer une base industrielle très forte grâce à un basculement de la spécialisation internationale en leur faveur. Ce basculement affecte surtout les États-Unis, dont le marché intérieur est le plus dynamique. Ces pays ont besoin d'exporter, d'autant que leur conjoncture est corrélée au cycle industriel américain, mais il leur faut aussi conserver une croissan-

## Michel Aglietta

Polytechnique (1961), ENSAE (1964),

1964-1970 et 1972-1975 : Administrateur de l'INSEE

1970 - 1972 : *Research fellow* au département  
d'Économie de l'Université de Harvard  
et de la Harvard Business School

1976-1982 : professeur de sciences économiques à  
l'Université d'Amiens

1982 : Professeur d'économie internationale  
à l'Université de Paris X Nanterre

- Conseiller scientifique au CEPII depuis 1980

- Consultant à FINAMA-AM

ce suffisante pour supporter les coûts de cette transformation. En outre, les surcapacités dans l'industrie mondiale exercent des pressions déflationnistes sur les prix industriels. Les banques centrales (Inde, Malaisie, Corée, Chine, Taiwan) interviennent donc pour maintenir un taux de change stable face au dollar. Autre considération à ne pas négliger : le montant des réserves accumulées par les banques centrales asiatiques est tel que s'il y avait une dépréciation du dollar, les pertes en capital qui en résulteraient représenteraient une part importante du PIB. Ainsi, une dépréciation de 25 % du dollar se traduirait par une perte de 6 % du PIB de la Corée et 5,7 % du PIB de la Chine.

### La BCE n'est pour l'instant pas intervenue...

La BCE aurait aussi pu exercer un contrôle sur les taux de change. Mais pour l'instant elle peut considérer que la remontée de l'euro correspond à un rétablissement d'un taux de change d'équilibre. Le niveau de volatilité est un problème plus préoccupant que le niveau même du taux de change. Une forte volatilité peut en effet perturber les placements et les comportements de portefeuille et être le signe d'un passage d'un régime d'anticipations passives à un régime spéculatif contre le dollar, qui conduirait à une crise de change. Dans cette configuration, il serait alors possible que la BCE intervienne de concert avec les autres banques centrales pour fournir un repère aux marchés.

### Pensez-vous que 2004 soit l'année de la reprise ?

La reprise en Europe continue d'être dépendante des États-Unis. La reprise économique que l'on observe aux États-Unis résulte de l'effet d'une politique économique extraordinairement expansive depuis trois ans. Sans cette action à la fois monétaire et budgétaire, l'économie privée n'aurait pas été

plus dynamique aux États-Unis qu'en Europe. La croissance provient essentiellement des dépenses militaires et surtout de celles des ménages, dopées par les baisses d'impôts et par l'endettement à très bas coût. Mais la poursuite de la croissance sans ce support ne va pas de soi, car la reprise n'enclenche ni la hausse des salaires réels ni celle de l'emploi.

En outre, les déséquilibres financiers s'accumulent en même temps que la reprise, avec un transfert de l'endettement des entreprises vers les ménages et un endettement considérable de l'État. Les États-Unis sont en effet dans une situation d'augmentation de la dette publique à un rythme élevé, avec une pression naissante sur les taux d'intérêt à long terme.

### Quelle peut être la pérennité de la politique américaine ?

Certains experts soutiennent que des forces endogènes pourraient soutenir la croissance, mais l'industrie manufacturière subit, tout comme l'économie anglaise dans les années quatre-vingt, un transfert des activités vers l'Asie. Aujourd'hui, l'accumulation de capital, très lourde en intensité capitaliste, crée de la productivité, mais sans emploi. Malgré la reprise, l'industrie manufacturière continue de perdre des emplois, mais pas au profit du secteur tertiaire.

La dépendance à la politique économique, qui devrait être transitoire, semble se poursuivre. Jusqu'aux élections, le gouvernement va poursuivre cette politique. La question est de savoir quelle suite va être donnée sur la seconde partie de l'année et en 2005. D'autant qu'après les élections, des échéances financières vont apparaître et obliger le gouvernement à faire des choix. La capacité de la baisse du dollar à réajuster la ba-

lance courante américaine semble limitée : l'élasticité des prix du commerce extérieur est faible, alors que celle des revenus est forte. La balance extérieure des États-Unis ne peut se rééquilibrer sans une baisse de la croissance américaine. Cet ajustement ne peut pas se faire actuellement, sauf s'il y avait un autre pôle de croissance mondiale pour prendre le relais.

L'Europe a un dynamisme insuffisant et n'a pas les outils d'action collective qui lui permettrait d'impulser une reprise vigoureuse qui ne peut venir uniquement de l'économie privée. La BCE pourrait baisser ses taux directeurs. Cette diminution des taux pourrait freiner la dépréciation du dollar, mais l'impulsion d'une baisse des taux courts à l'économie serait faible. La politique monétaire ne

“La reprise aux États-Unis n'enclenche ni la hausse des salaires réels ni celle de l'emploi.”

peut donc pas être le seul élément de solution ; il y a un problème de dépenses publiques. Aussi une coopération internationale d'envergure présuppose-t-elle une renégociation du pacte de stabilité permettant de mener une politique contra-cyclique active en Europe. Autant dire qu'elle a peu de chances de se produire. Finalement, l'ajustement américain, non soutenu à l'étranger, pourrait se traduire par une phase intermédiaire de ralentissement autour de la fin de l'année ou en 2005.

## Comment envisagez-vous la croissance et les grands équilibres entre pays à plus long terme ?

Le CEPII, l'OFCE et le CEPREMAP ont conjointement développé le modèle INGENUE qui étudie les conditions de la croissance à moyen et long terme, en fonction du rythme de la diffusion technologique et de la transition démographique dans les grandes zones du monde.

Le modèle montre que, face à la baisse de la population active, d'abord en Europe, puis avec un décalage d'une décennie environ aux États Unis, les scénarios de croissance mondiale sont liés au développement des zones émergentes qui ont des réserves de main-d'œuvre considérables et un fort capital humain, une perspective qui rend l'Asie prépondérante.

Dans l'hypothèse d'une diffusion rapide du progrès technique dans les pays émergents de grande taille, la croissance mondiale pourrait passer de 3 à 5 %. La rentabilité anticipée de ces zones devenant plus forte, l'apport d'épargne occidentale reprendrait de l'ampleur. On assisterait alors, dans les pays occidentaux, à une évolution significative des revenus tirés des placements par rapport au produit intérieur brut.

Les pays développés ont donc un grand intérêt à voir s'affirmer les zones émergentes. Reste à savoir, si dans l'hypothèse de cette nouvelle phase de globalisation financière, le système mondial peut supporter des flux de capitaux plus importants et en gérer correctement les risques.

## Quels pourraient être les principaux pôles de développement dans les économies émergentes ?

Outre l'Asie, l'Amérique latine, menée par le Brésil, pourrait constituer un pôle de croissance dans les dix prochaines années, quoique plus incertain. Le Brésil est autonome par rapport aux États Unis, avec d'énormes ressources. Mais la croissance du pays est aujourd'hui

bloquée par des problèmes d'inégalité sociale et de manque d'éducation. Tout dépendra de la capacité du nouveau gouvernement à faire avancer la situation.

Le Mexique quant à lui présente des aspects proches de ceux des pays à manne pétrolière, donc une économie de rente, tout en ayant une zone frontalière aspirée par le libre-échange avec les États Unis. La forte hétérogénéité du pays, avec des structures sociales encore très archaïques, pose d'énormes problèmes de partage des revenus que les institutions politiques ont du mal à maîtriser. C'est pourquoi l'économie reste vulnérable aux chocs extérieurs et surtout à la conjoncture américaine.

L'Afrique enfin dépendra beaucoup de son évolution démographique, obérée par des catastrophes comme le sida, et des hypothèses politiques, entre autres, les guerres civiles et la corruption.

## Que pensez-vous de l'action, de plus en plus souvent contestée, de grands organismes internationaux comme le FMI ?

Les deux réformes significatives que le FMI a tenté de lancer suite à la crise asiatique, pour réguler le système financier international, ont échoué.

La première était en 1998 la tentative d'en faire un prêteur en dernier ressort avec une ligne de crédit contingente. Elle a été abandonnée car elle définissait en fait assez mal l'incitation à y participer.

La deuxième réforme a été en 2002 le projet Krueger de création d'un droit international pour les faillites des États. Il a été repoussé par une sorte de collusion d'intérêts très forts : le gouvernement américain n'en voulait pas car, d'une part l'unilatéralisme des États Unis rend difficile toute avancée multilatérale de la coopération ; d'autre part, le congrès américain a une phobie du FMI, soutenu par le lobby puissant des banques d'affaires. Enfin les pays emprunteurs ont craint que la contrainte

supplémentaire des créanciers, privés d'avoir à supporter une procédure publique de faillite souveraine en cas de défaut, ne se répercutât dans un renchérissement du coût du crédit.

Le FMI est donc ramené à sa logique de prêteur qui se substitue aux défaillances du marché des capitaux une fois que le mal est fait, alors que sa conditionnalité est de moins en moins supportée par les pays qui ont recours à lui. Du grand projet de nouvelle architecture financière internationale il ne reste plus aujourd'hui que l'idée de redéfinir des contrats obligataires en introduisant des clauses dites d'action collective, contingentes à des événements de défaut, pour éviter le sauve-qui-peut des créanciers. Mais elles ne sont pas obligatoires et restent donc largement insuffisantes pour éviter qu'un pays en difficulté ne soit soumis à des demandes de remboursement qui le forcent à déclarer un moratoire unilatéral aux conséquences économiques très coûteuses. On ne sortira pas de cette impasse tant qu'on ne se rendra pas compte qu'il existe un risque systémique dans les situations de faillite des pays. Comme tous les biens publics globaux, ce risque ne peut être bien traité que par l'avènement d'institutions dotées d'une autorité internationale dans leur domaine de compétence. Ce serait le cas d'un droit international des faillites qui serait appliqué par une cour de justice internationale. ■

\* cf. Lettre du CEPII n°230, janvier 2004

*Propos recueillis par  
Élisabeth Coulomb et Nathalie Ribes*

## Principaux ouvrages de Michel Aglietta

- *La monnaie entre violence et confiance*, avec André Orléan, Odile Jacob, avril 2002.
- *Macroéconomie financière*, Collection Repères, La Découverte, réédition 2001.
- *Le FMI, de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, avec Sandra Moatti, Economica, 2000.
- *Régulation et crises du capitalisme*, Odile Jacob, réédition augmentée d'une postface, 1997.