



Donald Trump et le protectionnisme.

Tentative de décryptage.

Xavier Dupret

avril 2025

93.346 signes

Sommaire

Introduction (résumé)	3
Protectionnisme ou mercantilisme ?	6
Le protectionnisme, étape vers l'industrialisation	7
Changement d'époque	10
Mercantiliste et impérialiste	14
Quid du dollar ?	17
Cahin-caha	20
Bilan d'un mois de folie	22
Multipolarité monétaire	26
Répercussions pour les francophones de Belgique	29
Conclusion	33

Introduction (résumé)

Il est de plus en plus clair que l'élection de Donald Trump exerce une pression à la baisse sur la conjoncture économique en Belgique avec toutes les préoccupations citoyennes que cet état de choses peut susciter, notamment la question des répercussions sur le niveau de l'activité économique et ses conséquences en termes de pouvoir d'achat et d'emploi. En tout état de cause, le dernier baromètre ING des investisseurs en date montrait clairement que les menaces de Donald Trump sur le commerce mondial avaient fait chuter le moral des entrepreneurs en Belgique à son niveau le plus bas depuis novembre 2022¹. Ce type d'annonces n'augure jamais rien de bon pour les travailleurs de ce pays. La FGTB Bruxelles et la CSC Bruxelles avaient donc fait preuve de clairvoyance en organisant au mois de mars une conférence de dénonciation de la deuxième présidence Trump au Pianofabriek en compagnie de Todd Brogan, directeur des campagnes et de l'organisation à l'ITUC-CSA et syndicaliste aux États-Unis². Un mois plus tard, les trois syndicats du pays réaffirmaient leur volonté de faire progresser la diversité au sein de nos entreprises face aux pressions rétrogrades de l'Administration Trump³.

Pour toutes ces raisons, il apparaît important, d'un point de vue citoyen, d'interroger la nature des politiques menées actuellement par Trump aux Etats-Unis. Au départ de ce travail, on s'est interrogé sur la nature réelle de la nouvelle doctrine en matière de commerce international mise en œuvre par les Etats-Unis. Il est rapidement apparu qu'elle ne correspondait pas au protectionnisme industrialisateur qui avait eu au cours dans ce pays dès la fin de la Guerre de Sécession.

On a, au contraire, pu vérifier que les mesures adoptées par Donald Trump n'ont pas grand-chose en commun avec cette époque de montée en puissance américaine. En effet, le protectionnisme trumpiste se caractérise par une absence de politique industrielle réfléchie et planifiée. De même, on note un profond attachement du milliardaire républicain à la libéralisation financière qui a tant fait pour la désindustrialisation en Europe occidentale et en Amérique du nord. Cette dernière a certes causé bien des déboires à l'industrie américaine mais elle aura, au contraire, permis à la caste des ultra-riches de s'enrichir davantage en mettant en concurrence les classes travailleuses du monde entier.

Pour ces raisons, on peut qualifier le tournant opéré actuellement aux Etats-Unis de mercantiliste, et plus précisément de mercantiliste-impérialiste. Donald Trump cherche, en effet, à faire des Etats-Unis la grande puissance victorieuse de la libre circulation des flux de

¹ ING, Baromètre des investisseurs, 17 avril 2025. Url : <https://shorturl.at/iyBqB>

² Info-CSC, 7 mars 2025.

³ Le Soir, 14 avril 2025.

capitaux dans le monde en faisant payer un tribut aux partenaires de l’Oncle Sam. Et pour cela, il est prêt à jouer la carte de la puissance militaire américaine, quitte, s’il le faut, à s’opposer à de vieux alliés. De ce point de vue, les revendications de l’administration Trump concernant le Groenland sont particulièrement symptomatiques.

Pour autant, on ne peut guère dire que la stratégie trumpiste fonctionne pour l’heure. La baisse du dollar sur les marchés de change et les reventes massives de Bons d’Etat US témoignent amplement de ce que l’hégémonie US est entrée en crise. Il est vrai que les Etats-Unis sont devenus débiteurs nets et dépendent, à ce titre, des apports en capitaux du reste de la planète (et singulièrement, de la Chine et du Japon, ses deux grands fournisseurs) pour financer ses déficits.

Par conséquent, la question de savoir comment l’Oncle Sam imposera à moyen terme une appréciation des autres devises, après mise en œuvre de barrières tarifaires, ne se pose plus. L’administration Trump s’est donc tiré une balle dans le pied et le dollar a trinqué. A terme, on peut anticiper que la centralité du billet vert au sein du système monétaire international finira par se poser. Ce travail a permis d’esquisser, certes, à très gros traits, quelques perspectives en la matière.

Au total, la mise en œuvre de barrières protectionnistes aux Etats-Unis ne s’est pas traduite par une appréciation du dollar, donc de l’inflation importée chez nous. Au contraire, il serait logique qu’un choc de désinflation se produise en Europe à l’heure où l’accès d’une partie de la production industrielle chinoise au marché américain est sérieusement compromis. Dans ce contexte, on peut se poser la question de la cohérence des politiques d’austérité menées en Europe quand le cadre macroéconomique mondial de référence est soumis à un tel chamboulement.

Dans un dernier point de cette étude, nous avons répertorié l’impact de la politique commerciale de Donald Trump sur les conditions de vie des francophones de ce pays en repérant une série de secteurs-clés, notamment la chimie et les produits pharmaceutiques qui constituent la première filière exportatrice de la Wallonie vers les Etats-Unis. Il est évidemment très clair que pour un pays se caractérisant par une économie aussi ouverte que la Belgique, ces restrictions au commerce international ne seront évidemment pas sans conséquences. Partant, pour des territoires comme Bruxelles ou la Wallonie où les problématiques de pauvreté et de chômage se posent de façon particulièrement aiguë, les répercussions de ces modifications se feront cruellement sentir, ce d’autant que le gouvernement fédéral s’acharne à poursuivre une politique d’austérité inédite chez nous depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale. Evidemment, on ne peut saisir cet impact qu’après avoir identifié toute une série de facteurs macroéconomiques de dimension mondiale auxquels notre pays est, vu sa taille réduite, forcément soumis.

Il est vrai que cette pression austéritaire provient de la Commission européenne elle-même. Il n’en reste pas moins que ce choix d’assainissement budgétaire empêchera de tirer profit d’une conséquence du choc désinflationniste susceptible de se produire en Europe à l’avenir, à savoir la baisse des taux longs. Cette dernière permettrait pourtant de supporter de plus gros

niveaux d'endettement et de dépense publique, par ailleurs, bien nécessaires pour la relance de la croissance sur le Vieux Continent.

C'est peu dire que la politique commerciale de l'Administration Trump souffre d'un déficit de lisibilité. Par exemple, toute l'actualité de la semaine du 7 avril dans le monde a été occupée par la valse-hésitation du gouvernement américain au sujet des barrières tarifaires en vigueur à l'entrée du territoire national. Les marchés financiers ont accusé le coup suite aux déclarations, il est vrai quelque peu brouillonnes, du nouveau locataire de la Maison-Blanche. Passons en revue les enjeux liés à ce que la presse grand public qualifie de retour du protectionnisme.

Protectionnisme ou mercantilisme ?

A ce propos, il n'est peut-être pas inutile de se poser la question d'essayer de clarifier un certain nombre de notions finalement assez floues. De ce point de vue, on peut s'interroger sur les intentions réelles de Donald Trump et de ses conseillers. On commencera par se demander si nous avons davantage affaire à une orientation mercantiliste qu'à du protectionnisme dans les rangs de la droite dure à Washington au pouvoir depuis peu. En effet, la chose pourrait avoir été quelque peu oubliée de nos jours mais lorsque la Guerre de Sécession (1861-1865) se termine, c'est le Nord qui détermine la politique commerciale des Etats-Unis. Le protectionnisme s'impose alors dans tout le pays. La chose n'avait cependant rien d'une nouveauté. Les nordistes appuyaient, en effet, déjà des politiques protectionnistes depuis la fin du XVIII^e siècle alors que les représentants des Etats du Sud luttaient pour préserver un maximum de dispositions libre-échangistes.

C'est Alexander Hamilton (1757-1804), l'un des auteurs de la constitution américaine et secrétaire au Trésor américain, qui, le premier, a introduit des tarifs douaniers aux Etats-Unis en 1789. L'argument clé de ce père de l'Indépendance américaine en faveur du protectionnisme résidait dans la nécessité de protéger les « industries naissantes » états-uniennes de la concurrence étrangère (principalement, britannique à l'époque). Cet argument des industries naissantes ne relève pas de la préhistoire du commerce international.

En effet, il est encore très régulièrement utilisé par des auteurs du Sud global pour justifier l'emploi d'outils protectionnistes par des pays émergents. Au milieu du 19^{ème} siècle, c'est en Allemagne, alors en retard dans son procès de développement industriel sur l'Angleterre que la nécessité du recours au protectionnisme pour protéger des industries dans l'enfance a été formalisée et justifiée. Un économiste de la région de Stuttgart, Friedrich List (1789-1846), dans un essai publié en 1841 resté célèbre dans l'histoire de la pensée économique, a pointé les éléments justifiant l'adoption de systèmes protectionnistes dans des économies en voie d'industrialisation⁴.

En tout premier lieu, il désignait les économies d'échelle insuffisantes. Par économies d'échelle, on désigne le fait que le coût moyen d'une production diminue du fait de l'augmentation des quantités produites. Les droits de douane appliqués aux produits étrangers, du fait qu'ils renchérissent ces derniers, créent une opportunité sur leur marché intérieur pour les industries nationales. List pointait également le fait que dans les pays à industrialisation

⁴ Friedrich List, Système national d'économie politique (1841), Gallimard, Paris, 1998.

tardive, le manque d'expérience des entreprises nationales entrave leur productivité. Dans ces conditions, une barrière protectionniste permet de compenser ce différentiel d'efficience en faisant pression à la hausse sur les prix des productions étrangères. On notera avec intérêt que List, à un moment donné de sa vie, a été contraint à l'exil aux Etats-Unis où il va s'intéresser de près à la politique menée par Hamilton.

Dans l'esprit de List, le protectionnisme est temporaire. Il s'agit d'une étape qui permet à un pays de combler son retard avant d'entrer dans le grand bain de la compétition libre et non-faussée, une fois atteint un certain niveau de maturité industrielle. Bref, contrairement à ce que l'on peut entendre dans le débat public, le protectionnisme, du moins quand il s'enracine dans l'analyse rigoureuse des données économiques, n'a rien à voir avec une promotion de l'autarcie économique.

Toujours à titre de désintoxication idéologique, l'histoire de grandes réussites économiques, y compris depuis la deuxième mondialisation remontant au début des années 1980, s'explique par l'application de ce type de politiques commerciales. C'est ainsi que le décollage de la Corée du Sud trouve son origine dans l'application de ce type de prescriptions.

Le protectionnisme, étape vers l'industrialisation

Avec le recul, on peut aujourd'hui prouver que les industries lourdes et manufacturières de la Corée du Sud constituent un parfait exemple au 20^{ème} siècle de réussite de politique industrielle volontariste résultant, entre autres éléments, de l'application de barrières protectionnistes, et cela même si ces choix de politique économique ont entraîné des coûts budgétaires importants. Pourtant, les économistes *mainstream* de la croissance et du commerce international continuent à se montrer majoritairement sceptiques à l'égard des politiques protectionnistes industrialisantes. Il y a pourtant matière à discussion. La Corée du Sud qui est un des leaders industriels du 21^{ème} siècle disposait au début des années 1960 d'un niveau de revenu par habitant comparable à l'Ethiopie⁵.

En tout état de cause, la Corée du Sud n'a pas progressé en suivant les règles de la concurrence libre et non-faussée. Il faut prendre la mesure du choc que représente pour un partisan des approches néolibérales la *success story* de la Corée du Sud. Le point de départ du rattrapage industriel de la Corée du Sud s'est, de surcroît, effectué sur le terrain de l'industrie phare du XX^e siècle, à savoir le secteur automobile avec la firme Hyundai. L'activité principale de Hyundai était à l'origine concentrée dans la construction mais la compagnie a commencé à se tourner vers des secteurs à plus forte valeur ajoutée dès la fin des années 1960. L'automobile fut la première de cette filière à forte valeur ajoutée. C'est pourquoi Hyundai avait mis sur pied une coentreprise avec Ford pour assembler la Cortina (un modèle développé par la filiale de la firme américaine au Royaume-Uni) en utilisant principalement des pièces importées. En 1973, coup de théâtre, Hyundai annonçait son intention de rompre

⁵ Barjot, Dominique. « Le miracle économique coréen (1953-2013) Réalités et limites » in Outre-Terre, 2014/2 n°39, 2014. pp.37-65

tous ses liens avec Ford et de se lancer dans la production d'une voiture conçue et fabriquée localement, la célèbre Pony.

Au cours de sa première année de production, en 1976, Hyundai produisit un peu plus de 10.000 Pony, soit 0,5 % de la production totale du groupe Ford cette année-là.

Lorsque l'Équateur importa des Pony en juin 1976, la nouvelle fit l'objet d'un grand engouement national. Le fait que ce pays lointain n'ait acheté que cinq exemplaires de la première voiture intégralement « Made in Korea » fut considéré comme un détail. L'essentiel était que les étrangers voulaient acheter des voitures à la Corée du Sud, un pays jusque-là réputé pour sa production de perruques, de peluches et de textile bas de gamme, soit des productions à faible valeur ajoutée et nécessitant, à ce titre, une main-d'œuvre bon marché.

Malgré ces débuts somme toute peu encourageants, Hyundai a connu une croissance fulgurante au cours des décennies qui ont suivi. En 1986, l'entreprise a fait une entrée fracassante sur le marché américain avec son modèle Excel (une version améliorée de la Pony), classé parmi les 10 produits les plus remarquables de l'année par le magazine économique américain Fortune. Depuis 2009, Hyundai produit plus de voitures que Ford⁶.

Sans l'aide de son gouvernement, la belle histoire de Hyundai n'aurait jamais vu le jour. Les autorités coréennes ont permis l'essor de Hyundai et d'autres constructeurs automobiles locaux en interdisant purement et simplement l'importation de toutes les automobiles étrangères jusqu'en 1988 et des voitures japonaises jusqu'en 1998. Cette décision a obligé les consommateurs coréens à devoir se contenter de voitures nationales qui furent pendant longtemps de qualité inférieure aux productions occidentales.

Cependant, en l'absence de ces barrières protectionnistes les constructeurs automobiles coréens n'auraient pu survivre ni se développer. Le protectionnisme mis en œuvre par Séoul leur a permis de combler leur retard. Ce n'est pas le seul élément qui explique cette croissance fulgurante.

Jusqu'au début des années 1990, le gouvernement coréen a mis à la disposition de Hyundai et d'autres grandes entreprises des secteurs technologiques à haute valeur ajoutée, spécialement celles tournées vers l'exportation, des lignes de crédits particulièrement avantageuses. La chose a pu être mise en œuvre grâce à une forte participation de l'Etat au secteur bancaire et une réglementation bancaire stricte qui imposait de prioriser les prêts aux filières industrielles nationales au détriment d'éventuelles aventures spéculatives (notamment dans l'immobilier). Usant de son pouvoir réglementaire et financier, le gouvernement coréen a également exercé une pression explicite sur Hyundai et d'autres entreprises (en ce compris, des groupes étrangers) pour qu'elles augmentent la part en contenu local de leurs productions afin notamment de favoriser le développement de l'industrie nationale des pièces détachées automobiles.

⁶ The Guardian, From carbs to cars: how South Korea's success shows entrepreneurship is a team game, édition du 30 octobre 2022.

L'exemple sud-coréen s'avère particulièrement édifiant. Le protectionnisme semble constituer une solution de décollage économique intéressante pour des pays émergents, à condition d'avoir franchement posé au préalable des objectifs clairs de politique industrielle. La *success story* sud-coréenne repose également sur une planification publique de la production privée, une conscientisation collective des consommateurs locaux aux enjeux de développement national et une intervention directe dans le capital bancaire sans la moindre attention à l'indépendance des administrateurs, un concept qui a surtout pour vocation de ménager la finance de marché et sa riche clientèle.

Pour toutes les raisons énumérées auparavant, il n'est pas possible, comme l'a fait un peu rapidement un président de parti en Belgique, d'assimiler les déboires de l'Administration Trump à concevoir une doctrine de commerce extérieur cohérente à un échec programmé (et largement fantasmé) des politiques dirigistes et développementistes. En fait, on doit attribuer les graves manquements des autorités états-uniennes au logiciel néolibéral qui téléguidé son action.

En tout état de cause, il n'est guère besoin d'être grand clerc pour observer une absence notable de politique industrielle dans le chef de Donald Trump et de ses partisans. On peut aller plus loin. Pour cela, il nous faut définir le néolibéralisme qui existe contrairement à ce qu'a prétendu dans le passé un centre d'études ayant diffusé, il y a peu, une vidéo dans laquelle le président de parti précédemment mentionné reprochait à Donald Trump d'être en réalité trop socialiste, voire limite écolo marxiste sur les bords.

Commençons donc par le commencement. On définira le néolibéralisme comme la manifestation idéologique visant à légitimer l'émancipation du capital financier des carcans réglementaires du New Deal et du système de Bretton Woods tel que mis en place après la Deuxième Guerre mondiale.

On peut d'ailleurs en dater la fondation. Le 15 août 1971, Richard Nixon, alors président des Etats-Unis, annonce la suspension des accords de Bretton Woods conclus en juillet 1944. Ces accords avaient organisé l'architecture monétaire mondiale autour de la convertibilité du dollar en or (plus précisément, 35 dollars américains l'once d'or⁷) et un taux de change fixe des autres monnaies par rapport au dollar.

Evidemment, après l'abandon de ce système, des mouvements spéculatifs sur les devises étaient susceptibles de se produire. Cette phase s'est immédiatement accompagnée de la création de produits censés protéger contre ce danger provenant de l'activité des marchés. De proche en proche, ces produits ont fait, à leur tour, l'objet d'achats et de ventes spéculatives sur les marchés. Par conséquent, la sphère de la circulation financière s'est élargie du fait de la décision de Nixon, laquelle marchandisait la monnaie à l'échelle de toute la planète. Le centre de gravité du mode de production capitaliste, du moins aux Etats-Unis et en Europe

⁷ Une once d'or équivaut à 31,1035 grammes d'or 24 carats.

occidentale, passait, pour le dire simplement, de l'usine (plus précisément, du secteur automobile) aux marchés financiers.

Cette évolution a rythmé toute la réorganisation du capitalisme à partir du milieu des années 1970 jusqu'à la crise financière de 2007-2008. Depuis, le néolibéralisme est entré dans une crise profonde.

Nous n'en sommes, à vrai dire, pas encore sortis. Nous vivons donc dans une sorte de *no man's land* entre un mode de régulation du capitalisme centré sur les marchés financiers en voie de dépassement et une autre configuration qui peine à se dessiner.

A ce stade du débat notionnel, on peut émettre l'hypothèse que c'est précisément le caractère intermédiaire de cette situation qui gêne Donald Trump aux entournures.

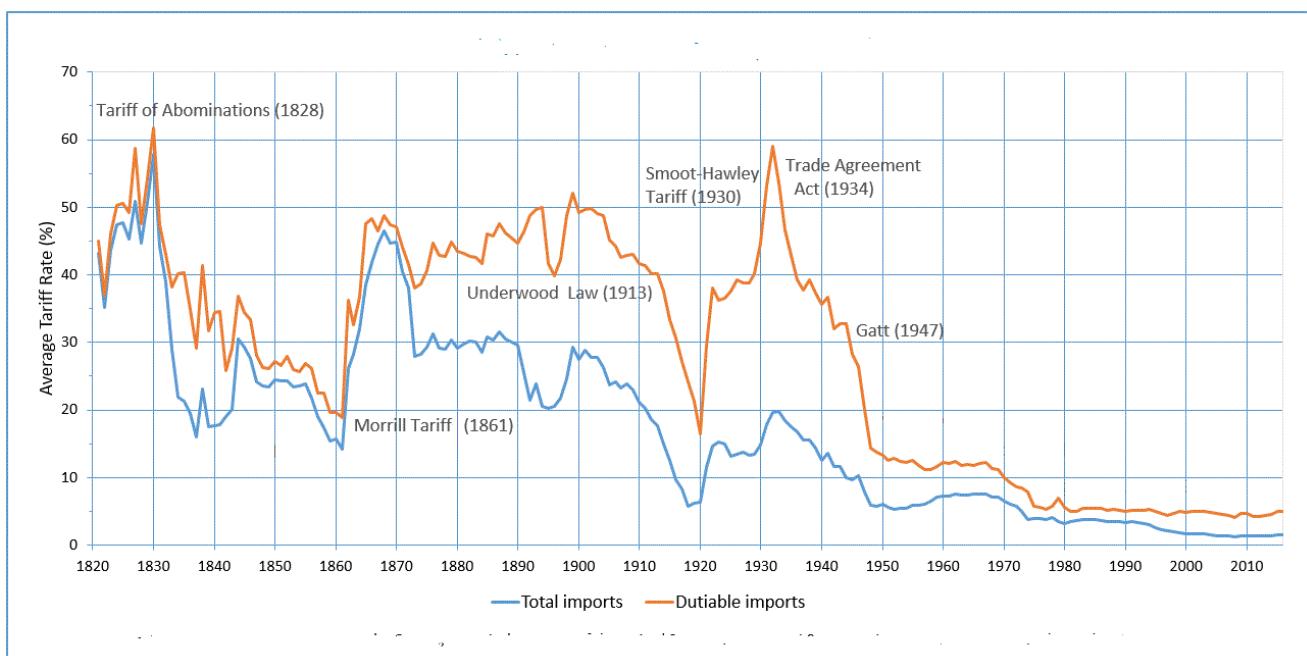
Changement d'époque

Commençons par clarifier les termes de référence du débat. A la suite des travaux de Robert Boyer et Michel Aglietta, on définira un mode de régulation comme « l'ensemble des procédures et des comportements individuels et collectifs qui a la triple propriété de : reproduire les rapports sociaux fondamentaux à travers la conjonction de formes institutionnelles historiquement déterminées, de soutenir et piloter le régime d'accumulation en vigueur et d'assurer la compatibilité dynamique d'un ensemble de décisions décentralisées »⁸. Pour le dire peut-être plus simplement, le mode de régulation définit une époque du capitalisme à partir d'un ensemble de médiations institutionnelles. Toute modification de ces dernières correspond à un changement de fonctionnement du capitalisme en tant que mode de production historiquement situable. Le capitalisme réellement existant repose donc sur des éléments de nature nettement plus structurelle et collective que la figure de l'*homo oeconomicus* dans la mesure où en dernière instance, c'est le Politique qui accepte de diriger le mode de régulation.

Or, dans le chef de Donald Trump, on peut, malgré tout, observer que le choix du protectionnisme sans politique industrielle sur laquelle s'appuyer, renvoie à un certain nombre de contradictions qui se présentent comme autant de noeuds gordiens potentiellement paralysants. A ce sujet, il est, certes, incontestable que les Etats-Unis sont devenus une puissance industrielle à partir de la fin de la Guerre de Sécession et que les droits de douane y ont oscillé entre 40 et 50% en moyenne pour une série de produits jugés sensibles jusqu'à la fin de la Deuxième Guerre mondiale, comme permet de l'établir le graphique qui suit.

⁸ Boyer R, Théorie de la régulation : les fondamentaux, Paris, La Découverte, 2004, p.54.

Droits de douane aux Etats-Unis en % (1821-2016)



Source: Clive Smith, Could Donald Trump's 'endgame' be global debt forgiveness?, 8 avril 2025, <https://www.livewiremarkets.com/wires/could-donald-trump-s-endgame-be-global-debt-forgiveness>. Date de consultation: 9 avril 2025.

Par exemple, sous Abraham Lincoln, l'acier était particulièrement visé afin de favoriser la sidérurgie nationale. Les importations en provenance d'Allemagne étaient spécialement visées (plus de 210% de droits d'entrée⁹).

Les temps ont bien sûr changé. Une politique protectionniste, encore plus aujourd'hui qu'hier, doit, si elle veut être un minimum crédible, s'accompagner d'une politique industrielle plus nettement structurante. Il est, par exemple, indéniable que les lignes de production aux Etats-Unis sont aujourd'hui particulièrement dépendantes d'éléments importés. Par exemple, en 2024, le premier article d'importation de Washington concernait les « réacteurs nucléaires, chaudières, machines et appareils mécaniques ainsi que leurs parties » pour 531,15 milliards de dollars sur un montant total d'importations de l'ordre de 3.360 milliards de dollars. Si l'on scrute de près d'où proviennent ces importations, on retrouve la Chine pour 85,13 milliards de dollars et le Mexique pour un montant de 105,83 milliards de dollars. On note ensuite Taiwan

⁹ The New York Times, The Morrill Tariff, archive en ligne du 14 février 1861. Url: <https://shorturl.at/rn3xj> . Date de consultation: 16 avril 2025.

(environ 58 milliards de dollars) et le Japon qui recueille un peu plus de 36 milliards du fait de ses exportations dans cette branche en direction des Etats-Unis¹⁰.

On peut également supposer qu'une partie des importations de cette filière en provenance du Mexique est en réalité le fait d'entreprises chinoises installées au sud du Río Grande. En effet, au cours de la dernière décennie, vu le contexte de tensions commerciales à répétition entre Pékin et l'Oncle Sam, les entreprises chinoises ont investi des milliards de dollars dans l'aménagement de sites de production au Mexique afin de fabriquer des produits destinés au marché américain en profitant de l'absence des droits de douane garantis par l'Accord de libre-échange nord-américain (Alena) de 1994, un accord qui est aujourd'hui clairement au point mort¹¹.

On peut d'ores et déjà anticiper que la brutale augmentation des droits de douanes sur cette filière à haute valeur ajoutée va contribuer à un renchérissement des coûts de fabrication dans l'industrie manufacturière états-unienne. De ce fait, les augmentations des droits de douane risquent de contribuer à une dégradation de la compétitivité des industries américaines. Sans planification ni ciblage permettant de prendre en compte l'impact des mesures adoptées sur l'ensemble des chaînes de valeur, une politique protectionniste a toutes les chances de s'avérer inflationniste en l'absence précisément de visions claires des modalités par lesquelles une production locale peut concrètement prendre le relais des importations.

Cette augmentation du niveau général des prix peut, dans un second temps, peser négativement sur la croissance économique car les ménages aux Etats-Unis, vu l'impact sur leur pouvoir d'achat, vont très certainement choisir de reporter leurs dépenses de consommation, en ce compris les automobiles. Les carnets de commande dans le secteur vont s'en ressentir. Paradoxalement, des mesures de protection, unilatérales et mal calibrées, vont venir frapper de plein fouet la bonne santé des filières qu'elles étaient censées à l'origine protéger.

Cette dimension d'impréparation est particulièrement perceptible si l'on tient compte des deux facteurs suivants. Une politique de substitution d'une production locale aux importations ne peut pas réussir sans un minimum de rationalité dans l'exploitation du capital humain. Dans le cas des politiques trumpistes, on se situe aux antipodes de cette optique quand on voit que face à un taux de chômage particulièrement faible aux Etats-Unis, l'administration Trump a opté pour une politique de compression des flux migratoires et d'expulsion des illégaux. Dans ces conditions, l'absence de réserve de main d'œuvre disponible empêche fonctionnellement l'émergence d'une production locale qui remplacerait les importations.

¹⁰ ITC Trade Map, List of products imported by United States of America, url: <https://shorturl.at/6VNu6>. Date de consultation: 14 avril 2025.

¹¹ Wall Street Journal, China's Tariff-Dodging Move to Mexico Looks Doomed, édition mise en ligne du 1er avril 2025

Si les choses continuent de cette manière, on peut raisonnablement craindre que les mesures protectionnistes adoptées par l'Administration Trump n'appauvrisse les foyers américains. A plus long terme, ces craintes s'avèrent d'autant plus fondées que nous sommes en train d'assister à un réel sabordage de la recherche scientifique aux Etats-Unis. Bien entendu, si cette orientation politique se poursuit, la capacité d'innovation de l'économie états-unienne en ressortira diminuée. Ce déclassement scientifique des Etats-Unis profitera bien entendu à la Chine qui est déjà considérée comme une superpuissance dans la recherche, comme en témoigne, par exemple, sa position dominante dans la production de batteries électriques.

Nous pouvons, dès à présent, faire le point sur ce qui manque à la politique de Donald Trump pour que son protectionnisme puisse être éventuellement porteur d'un rebond potentiel pour le secteur secondaire états-unien. On voit clairement que des lignes de crédit en dehors des circuits de la finance de marché spécifiquement dédiées à la réindustrialisation du pays manquent à l'appel, de même que des budgets de soutien à l'activité industrielle à l'heure des coupes claires dans les dépenses publiques du pays. De ce point de vue, l'action de Donald Trump, loin d'ouvrir une brèche dans l'ordre du monde néolibéral qui s'est mis en place durant les années 1980, en constitue, au contraire, un prolongement. Pour autant, on ne verra pas dans la figure du milliardaire d'extrême-droite une réincarnation de Ronald Reagan. Le niveau de puissance des Etats-Unis, comme nous le verrons par la suite, n'est plus du tout comparable aujourd'hui.

On n'oubliera pas non plus de pointer parmi les facteurs affaiblissant la portée réelle des ambitions de réindustrialisation de Donald Trump la composante idéologique cette fois ultraconservatrice de son programme, dont témoignent, d'une part, l'absence d'initiatives de régularisation des étrangers sans-papiers qui permettrait, comme nous l'avons vu, de mettre à la disposition des entreprises US du personnel ouvrier ainsi que, d'autre part, la tentative de déstabilisation en cours des universités, à l'heure où le développement industriel peut de moins en moins s'envisager sérieusement sans vision claire des enjeux relatifs aux modifications climatiques et à la circularité de l'économie.

Puisque nous avons repéré que Donald Trump inscrivait son action dans le prolongement des traits structurels propres au néolibéralisme (en particulier, une attention soutenue aux humeurs de Wall Street), on évitera de voir en lui un audacieux réformateur. En tout état de cause, les répercussions sur les places financières mondiales du rehaussement des droits de douane annoncés lors du *Liberation Day* le 2 avril 2025 ont été pour le moins spectaculaires.

Dans un premier temps, les marchés financiers avaient salué la victoire du camp trumpiste en espérant que ce dernier applique rapidement, comme lors de son premier mandat, ses promesses de dérégulation et de baisses d'impôt, tout en limitant ses velléités protectionnistes au seul domaine de la rhétorique tribunicienne. Personne ne s'attendait alors à un tel coup de poing sur la table. Des droits de douane de 20% sont entretemps venus frapper les produits en provenance de l'Union européenne. Pour la Chine et le Vietnam, les choses se présentaient encore plus mal avec des taxes à l'importation s'élevant respectivement à 34 et 46%.

Cette poussée protectionniste a aussitôt suscité une réaction du côté de Pékin. La Chine a rétorqué en imposant des droits de douane de 34% aux produits américains. La menace d'une guerre ouverte entre les deux grandes puissances économiques mondiales a aussitôt affolé les marchés. Au cours des deux journées qui ont suivi, les indices boursiers se sont littéralement écrasés. Les chiffres parlent d'eux-mêmes. Les principaux indicateurs boursiers de la planète se sont effondrés de 10% en moyenne. Sur certaines places, la chute fut plus rude encore. C'est ainsi que le Nasdaq, indice de référence des valeurs technologiques aux Etats-Unis, a chuté de 20%. En Europe, le coup fut également très dur. L'effet Trump sur les bourses du Vieux Continent a été des plus sévères. C'est ainsi que le Bel 20 a perdu 10% de sa valeur en une semaine début avril. On signale des mouvements similaires à la même époque à Paris, Londres ou Francfort.

Mercantiliste et impérialiste

Essayons de comprendre la portée de ces évènements. Que signifie, dans le fond, une baisse d'un cours de Bourse pour une économie donnée? Elle signale en tout état de cause une diminution du niveau des profits attendus. Si le mouvement devient par trop intimidant, risquant, au passage, de ruiner certains acteurs, il reste encore une carte à jouer pour le Politique, à savoir bloquer le cours des bourses, et par là même, la circulation d'une partie des capitaux. La finance n'a, après tout, jamais créé de richesse. Si dans un pays, les usines, les ingénieurs et les travailleurs continuent à s'activer, que la Bourse soit temporairement fermée ou non, on continuera à créer de la valeur. C'est simplement la ponction de cette dernière par le capital qui sera postposée. La sphère de la circulation ne sert, en effet, qu'à s'alimenter à partir du surtravail, c'est-à-dire les heures de travail non rémunérées sans lesquelles il ne peut y avoir de profits à accumuler du côté du Capital.

Donald Trump, en bon représentant d'un camp social qui a tant profité de la libéralisation des flux de capitaux, ne peut tout simplement pas envisager les choses de cette manière. Voilà pourquoi devant la fureur des marchés financiers, il a choisi de temporiser. Il annonçait une trêve. Et le moins que l'on puisse dire est que sans doute pour l'heure, l'évocation du nom du locataire de la Maison-Blanche doit provoquer quelques sourires en coin du côté de Pékin. Après la débâcle boursière du mois d'avril, Donald Trump a, en effet, décidé de suspendre pour une durée de trois mois les droits de douane réciproques qui frappaient chaque partenaire des Etats-Unis sur une base unilatérale, sans toucher aux 10 % de base supplémentaires imposés qui, il est vrai, font déjà très mal au commerce international. A y regarder de plus près, il a surtout baissé la garde devant la Chine en introduisant une exemption de droits de douane sur les Smartphones et de nombreux appareils électroniques, une des principales filières d'exportation chinoise à destination des Etats-Unis.

Cet aveu de faiblesse a été parfaitement enregistré par les Chinois. Ces derniers, contrairement aux économistes invités dans les journaux de droite (et ils le sont tous plus ou moins en Belgique !), savent bien qu'il y a vraiment débat pour savoir qui de Pékin ou Washington se situe en tête de classement de l'économie mondiale. Si l'on procède à des calculs imprécis reposant sur une comparaison des PIB nominaux entre les deux pays, les Etats-Unis sont devant. C'est entendu mais en procédant de la sorte, on feint d'ignorer (à

moins qu'on ne l'ignore réellement, ce qui est évidemment plus grave) qu'on peut faire plus de choses avec 100 dollars en Chine qu'aux Etats-Unis. Pour tenir compte de ce différentiel, les statistiques économiques disposent d'un outil spécifique que sont les PIB à parité de pouvoir d'achat. Si l'on travaille sur la base de cet indicateur, c'est la Chine qui se trouve sur la plus haute marche du podium. La Banque mondiale est formelle sur ce point puisqu'elle estime que le PIB à parité de pouvoir d'achat de la Chine s'élève à 34.661 milliards de dollars contre 27.721 milliards pour les Etats-Unis¹².

Cela dit, le commerce mondial va souffrir des décisions de Donald Trump, même si les choses restent en l'état. La banque Morgan Stanley a fait le point sur la situation et estime que l'augmentation des droits de douane chinois, combinée au report de la mise en œuvre d'autres barrières, entraînera un taux tarifaire effectif moyen de 23%, en baisse par rapport aux 28% avant la pause décidée par Trump. Ce niveau est exceptionnellement élevé, principalement en raison des droits de douane bilatéraux élevés entre les États-Unis et la Chine¹³. La Chine tient donc aussi le commerce mondial entre ses mains. Il s'agit là d'un changement de statut majeur au sein de l'économie-monde et c'est une banque américaine qui le dit. Il est vrai que la Chine jouit d'un quasi-monopole sur le raffinage des terres rares. La Chine contrôle donc plus de 60% de la production mondiale de terres rares et plus de 90% des filières nécessaires à leur transformation¹⁴. Les États-Unis dépendent donc fortement de la Chine pour leur approvisionnement en terres rares si importantes pour les applications de défense. La récente décision de restreindre l'accès des Occidentaux à ces matières premières vitales pour le développement de nombreuses technologies de pointe dans la production automobile, l'électronique et les équipements militaires renforce le poids de Pékin au niveau international. Cette puissance accrue de la Chine sera davantage analysée dans la suite du texte.

En tous cas, les effets de ce conflit de nature bien plus géopolitique et idéologique qu'économique ont récemment conduit l'OMC à revoir à la baisse la croissance du commerce de marchandises. Alors que l'organisation anticipait une croissance de 2,7% cette année, elle prévoit désormais une baisse de 0,2 %¹⁵.

Il y a lieu de faire le point. Si Donald Trump n'est pas un protectionniste prêt à tordre le bras aux marchés financiers pour les mettre au service du redéploiement industriel des Etats-Unis, quelle position défend-il au juste? A ce propos, on doit bien avouer que de nombreux observateurs glosant à perte de vue sur la santé mentale de Donald Trump et son rapport à la rationalité commune le font sans doute faute d'outils analytiques solidement forgés à partir

¹² Banque mondiale, GDP, PPP (current international \$), url: <https://shorturl.at/OTT78>. Date de consultation: 17 avril 2025

¹³ Morgan Stanley, U.S. Economy Still on the Edge, 11 avril 2025. Url: <https://shorturl.at/jC3Zk>. Date de consultation : 14 avril 2025.

¹⁴ Business AM, La domination de la Chine dans les terres rares met les États-Unis sous pression, 17 avril 2025.

¹⁵ The Guardian, Trump tariffs will send global trade into reverse this year, warns WTO, 16 avril 2025.

d'un matériau théorique consistant. Moyennant ce détour par les théories d'économie politique, on peut établir que la position de Donald Trump est, en réalité, mercantiliste.

Pour rappel, le mercantilisme désigne une école de pensée visant à accumuler des excédents en or à partir du commerce extérieur alors que le protectionnisme à visée industrialiste entendait, dans l'histoire, réduire la part du commerce extérieur dans le PIB des pays concernés par l'application de ce type de politiques. On retrouve bien cet élément de volonté d'accumulation de réserves monétaires et cette conception des échanges comme un jeu à somme nulle dans la relation des Etats-Unis avec l'étranger chez Trump.

Quand il prie les Européens de consacrer davantage de moyens à leur défense, c'est pour qu'ils achètent du matériel US au lieu de développer une filière industrielle autonome à l'échelle du Vieux Continent. Quand il évoque le règlement de la question ukrainienne ou le statut du Groenland, c'est pour en pomper les ressources naturelles. Gageons que si les Chinois ouvraient leur compte de capital et éliminaient les barrières réglementaires empêchant la finance US de s'approprier une partie de leurs immenses réserves de change (3.227 milliards de dollars en février 2025), Donald Trump parlerait autrement de la question de Taïwan. Par conséquent, lorsque des économistes s'épanchent dans la presse parfois de qualité d'ailleurs sur les supposées erreurs de Donald Trump quant au calcul de ces taxes, ils prouvent qu'ils ne disposent pas des connaissances théoriques leur permettant de discerner la portée réelle des mesures adoptées à Washington. Le fait que les droits de douane de l'actuelle administration au pouvoir aient été calculés non à partir des barrières tarifaires en vigueur chez les partenaires commerciaux mais du déficit commercial des Etats-Unis avec eux nous prouve que le cadre conceptuel trumpiste échappe à la rationalité libre-échangiste de la théorie économique standard¹⁶.

Dans cet ordre d'idées, Donald Trump est toujours prêt à négocier à condition que les Etats-Unis sortent vainqueurs et que ses interlocuteurs soient, comme il l'a déjà énoncé, dans l'obligation d'embrasser la partie la plus charnue de son anatomie¹⁷. Nous sommes bien en présence d'un cadre idéologique de type mercantiliste-impérialiste prêt à faire payer un tribut à qui bon lui semblera.

A ce propos, dénoncer les supposées inepties du 47^{ème} président, qui ne calculerait pas le niveau de droits de douane de manière orthodoxe et n'aurait donc pas réussi, le pauvre, les examens permettant de travailler au siège d'ING, en dit davantage sur l'incompétence de l'observateur que de l'observé. En prenant davantage de hauteur, on ne jurera pas que cette stratégie soit payante à l'avenir car il se pourrait que la centralité du dollar ne constitue plus aujourd'hui un atout à ce point déterminant dans la manche de l'Oncle Sam. De ce point de vue, la montée du trumpisme constitue à la fois une manifestation de puissance de la part des Etats-Unis mais aussi une crise de cette hégémonie.

¹⁶ Lire à ce propos l'édifiante interview de Charlotte de Montpellier, cadre chez ING, in Trends-Tendances, 50^{ème} année, n°15, 10 avril 2025.

¹⁷ Politico, Trump claims leaders are 'kissing my ass' to make trade deals as tariff onslaught begins, 9 avril 2025.

Quid du dollar ?

La plupart des observateurs pariaient, au moment de la victoire de Donald Trump, sur un scénario de raffermissement du cours du dollar. Face aux désordres causés par la mise sur pause de l'internationalisation des échanges, l'immense majorité des analystes occidentaux, dont l'auteur de ces lignes, misaient encore sur un des éléments clés de l'architecture financière internationale du monde d'avant, à savoir le rôle du dollar comme valeur refuge.

Pour l'heure, l'annonce des mesures protectionnistes se traduit par une dépréciation du dollar. Prenons l'exemple de notre devise, l'euro, on observait à l'heure où ces lignes étaient écrites (21 avril 2025) un mouvement de net recul du dollar depuis la prise de fonction de Donald Trump le 20 janvier de cette année. Ce jour-là, le billet vert valait 0,96 euros contre 0,88 trois mois plus tard. Il s'agit là d'une baisse de près de 8,5%. La fonction de valeur refuge du dollar n'a plus rien d'évident dans ces conditions. De surcroît, l'or semble avoir retrouvé une certaine fonction de thésaurisation des actifs quand les temps deviennent incertains. Pour la bonne compréhension de nos développements futurs, on notera que le cours de l'or en USD est coté en *once troy*, l'unité de mesure officielle utilisée sur le marché professionnel pour les transactions au comptant. Une *once troy* d'or équivaut à 31,1035 grammes.

Le 20 janvier 2020, l'*once* d'or s'échangeait au niveau de 2.707,79\$. Le 21 avril, ce prix était fixé à 3.327,43\$. Il s'agit là d'une impressionnante progression de près de 23%. En trois mois, si l'or prend 23%, à tendance inchangée, sa valeur de marché aura pratiquement doublé en un an. Comment expliquer cette spectaculaire envolée ? On note une demande forte pour l'or sur les marchés asiatiques. La chose n'a rien d'étonnant. Les pays présentant les excédents commerciaux les plus importants se trouvent dans cette partie du monde, raison pour laquelle ces pays sont visés par Washington.

Il semblerait, d'ailleurs, que ce soit la Chine qui dans ce domaine, mène la danse. On note à ce propos que les prix d'achat à Pékin sont toujours supérieurs aux prix de référence mondiaux. Cela dit, il ne faut pas croire que cet attrait pour le métal jaune ne concerne que l'Empire du Milieu. En effet, de fortes augmentations étaient également observables à Singapore, à Bangkok et à Hong Kong. On relève, de surcroît, une tendance similaire en Inde. En fait, le World Gold Council (WGC), soit l'association commerciale internationale de l'industrie de l'or dont les membres sont des sociétés minières aurifères, prévoit que la forte demande se poursuivra jusqu'à la fin de cette année. Elle sera principalement liée à des incertitudes géopolitiques et macroéconomiques persistantes qui renforcent l'attrait de l'or comme valeur refuge.

Cette notion de valeur refuge est importante. Elle correspond à l'idée que l'or est redevenu l'actif monétaire de référence dans lequel convertir ses actifs en cas de coup dur ou d'incertitude. On observe qu'aujourd'hui, outre les banques centrales, la demande d'or est également le fait de nos jours des gestionnaires d'actifs, des compagnies d'assurance ou des fonds spéculatifs que l'on qualifie d'investisseurs institutionnels dans le jargon des économistes. Le mouvement haussier ne s'explique donc pas uniquement par des achats de nature politique impliquant des banques centrales de pays hostiles aux Etats-Unis.

L'engouement actuel pour l'or ne résulte donc pas uniquement de menaces de dédollarisation de leurs réserves de change par certaines banques centrales. Certes, ces dernières ont acheté plus d'or ces trois dernières années que par le passé mais la demande de cette catégorie particulière d'acteurs n'a pas connu un rythme de croissance susceptible d'expliquer la hausse actuelle des cours. D'après certaines sources, la demande des banques centrales aurait même quelque peu diminué ces derniers mois.

Si des acteurs privés achètent des tels volumes d'or, c'est tout simplement qu'ils considèrent le métal jaune comme une protection contre l'instabilité économique et géopolitique. La peur les pousse à acheter et rien ne semble, pour l'heure, les rassurer dans la politique économique des Etats-Unis. Il est vrai que cette dernière est en grande partie à l'origine de cette instabilité¹⁸.

En temps habituels, l'incertitude devrait susciter une demande pour le billet vert et les obligations du Trésor US. Un élément explique pourquoi certains investisseurs privés asiatiques se détournent de ces actifs. Il se pourrait qu'ils prennent l'administration Trump au sérieux lorsqu'elle affirme vouloir affaiblir significativement le dollar.

Rappelons-nous. Au moment de la victoire républicaine à la présidentielle, une nouvelle doctrine monétaire a vu le jour aux Etats-Unis, la doctrine Miran du nom d'un des conseillers les plus influents de Donald Trump. Stephen Miran, autrefois stratège en chef du fonds d'investissement Hudson Bay Capital Management et aujourd'hui président du Council of Economic Advisers, estime que le statut de monnaie de réserve du dollar présente certains aspects négatifs pour les Etats-Unis. Parmi ces derniers, Miran pointe le fait que le taux de change du dollar n'est pas connecté avec l'état de la balance courante des Etats-Unis puisque le billet vert constituerait l'actif de réserve le plus prisé de la planète. Autrement dit, en cas de creusement de ces déficits, le dollar ne se déprécie pas. L'autorégulation du marché des devises ne s'applique donc pas à la devise états-unienne, avec à la clé la progression de la dette publique et un déclin des industries aux Etats-Unis.

Pour mettre fin à cette situation jugée insatisfaisante, Miran postule la nécessité de faire grimper les droits de douane afin de négocier un *deal* avec les partenaires économiques des Etats-Unis. Ces derniers, pour retrouver l'accès au plus grand marché de consommation de la planète, vont devoir accepter un accord qui consistera à permettre au dollar de se déprécier. Un parallélisme est souvent dressé avec les Accords du Plaza. Ces derniers désignent les négociations qui ont lieu au Plaza Hotel de New York à l'automne 1985. La liste des Etats impliqués par ce comité correspondait aux 5 pays les plus industrialisés de la planète à cette époque, c'est-à-dire l'Allemagne de l'Ouest, les États-Unis, la France, le Royaume-Uni et le Japon.

Le but de la manœuvre consistait à programmer une dépréciation concertée et massive du dollar. Les pays qui entretenaient un excédent commercial avec les Etats-Unis s'engageaient à

¹⁸ Financial Times, The source of the gold rally may be fear, édition du 2 avril 2025.

se défaire de leurs réserves en dollars. La revente des dollars faisait ainsi baisser le cours du billet vert. Lors des Accords du Louvre de 1987, il est d'ailleurs mis fin à ces ventes massives de dollars.

Bref, dans l'esprit des conseillers de Trump, les mesures protectionnistes devaient se solder initialement par un renchérissement du dollar. Or, cela ne s'est pas produit. Au contraire, comme nous l'avons vu, les monnaies du monde entier se sont appréciées par rapport au billet vert.

Si le scénario des conseillers de Trump s'était réalisé, les Etats-Unis auraient fait payer chèrement la Pax Americana au reste de la planète. En effet, l'achat de dollars et de titres libellés dans la devise états-unienne se serait traduit par une baisse des taux longs aux Etats-Unis et au contraire, par un renchérissement de ces mêmes taux au Japon et en Europe. Or, ces deux zones économiques sont profondément endettées. Dans ces conditions, leur service de la dette serait devenu plus lourd à supporter et les mesures d'austérité qui auraient suivi auraient exercé un effet négatif sur la croissance. Si l'on ajoute en prime à ce tableau que cet accord aurait été présenté par Washington comme le prix à payer pour ne pas fâcher la première puissance militaire mondiale, on obtient là une confirmation de l'orientation mercantiliste-impérialiste de l'actuelle administration à la tête des Etats-Unis.

En fait, le plan de Miran consistait finalement à dire que puisque le dollar, valeur refuge par excellence dans cette vision de l'économie mondiale, s'apprécierait en cas de choc protectionniste, le pouvoir d'achat des ménages US s'améliorerait. Autrement dit, une augmentation des barrières tarifaires, dans le schéma de Miran, ne se traduirait pas par un rebond de l'inflation. Ou plutôt ce dernier serait compensé par l'appréciation du dollar.

Dans un deuxième temps, en mettant une pression maximale sur ses alliés, les Etats-Unis comptaient imposer une dépréciation du dollar qui se solderait par une augmentation des exportations US ou une diminution des importations (ce qui, en termes de flux, revient au même). L'amélioration de la balance des paiements qui en résulterait viendrait compenser la perte de pouvoir d'achat liée à la dépréciation du dollar¹⁹.

Dans un tel scénario, si des épisodes inflationnistes surviennent, ils ne peuvent qu'être temporaires puisque des effets retour sur la balance des paiements permettent toujours de soutenir en fin de compte le pouvoir d'achat des ménages US. En fin de compte, ce sont surtout les partenaires commerciaux des Etats-Unis qui, dans le schéma de Miran, paient la charge fiscale des droits de douane.

Cette représentation de l'économie mondiale repose donc sur deux postulats de départ. Le premier a trait au rôle de valeur refuge du dollar. Le deuxième se rapporte à l'impact sur les coûts de financement de la dette publique de la dépréciation de la monnaie des Etats victimes de la préférence pour le billet vert puisque la fuite des capitaux chez les partenaires de l'Oncle

¹⁹ Stephen Miran, A User's Guide to Restructuring the Global Trading System, Hudson Bay Capital working paper, novembre 2024. Url: <https://shorturl.at/PB3wt>. Date de consultation: 22 avril 2025.

Sam impliquait *ipso facto* la revente sur les marchés obligataires secondaires des Bons d'Etat de ces pays.

Cahin-caha

Sur le papier, ce schéma était intéressant. Force est de cependant de constater que rien ne s'est passé comme prévu. Le dollar s'est, comme nous l'avons vu, rapidement déprécié au moment de l'annonce des mesures protectionnistes édictées par l'administration Trump. Comment expliquer cet état de choses?

Depuis quarante ans, les Etats-Unis sont débiteurs nets à l'égard du reste de la planète. Cela signifie qu'ils lui doivent plus d'argent qu'ils ne lui en prêtent²⁰. Autrement dit, en imaginant un scénario d'Armageddon économique mondial dans lequel tous les liens d'interdépendance économique seraient rompus entre tous les acteurs du fait d'un agenda hyperprotectionniste à Washington, ce seraient les Etats-Unis qui risqueraient d'être les plus mal lotis. En effet, à la fin d'un tel processus de destruction de capital, l'économie américaine n'aurait plus d'actifs propres. Elle serait complètement à la merci de l'étranger.

Cette menace a clairement été brandie par Pékin davantage à titre, d'ailleurs, de posture que de réelle politique économique sur le long terme. Certes, la Chine a plus que vraisemblablement instrumentalisé ses bons du Trésor en les revendant pour faire pression sur le gouvernement américain. Si les Chinois avaient converti ces dollars en yuans, le yuan se serait apprécié. Ce n'est toutefois pas ce que l'on a observé. Reprenons le fil des évènements.

Dans la foulée de la proclamation du Liberation Day le 2 avril de cette année et de l'escalade du conflit commercial sino-étatsunien qui a suivi, on note une dépréciation du dollar face à l'euro. Le 8 avril, un dollar valait 7,40 yuans. A la mi-avril, alors que la guerre des communiqués faisait rage, on ne voyait pas de modification majeure du cours du yuan face au dollar puisqu'à cette époque, la devise états-unienne valait 7,30 yuans. On peut, dès lors, supposer que les acteurs chinois se défaisant de leurs avoirs en dollars ont converti le produit de la vente en euros, en or ou encore en Bunds allemands. C'est ainsi que ces derniers ont connu une baisse spectaculaire de leur rendement après les déclarations tonitruantes de Donald Trump.

Plus concrètement, un bon d'Etat allemand à 10 ans présentait un rendement de 2,72% le 2 avril contre 2,5% le 23 avril. La tendance est nette. Des achats importants de cette classe d'actifs en ont fait diminuer le rendement. Cela dit, la situation n'a encore rien de particulièrement catastrophique pour ce qui est de la dette américaine. En effet, on note que les plus forts mouvements de vente sont venus d'Asie. C'est ainsi que les investisseurs japonais ont liquidé pour 20 milliards de dollars de Bons du Trésor US après que Donald Trump ait inauguré sa politique commerciale protectionniste qui visait tout particulièrement

²⁰ Le Monde, Les États-Unis vont devenir débiteurs du reste du monde, archive en ligne du 20 mars 1985.

les grands pays asiatiques. Ce chiffre n'a rien d'alarmant puisque le Japon détient pour 1.100 milliards de bons du Trésor américains²¹.

En ce qui concerne les Chinois, on a observé des ventes pour 5 milliards de dollars au début de cette année. On peut supposer que ce mouvement a été quelque peu amplifié au moment des tensions commerciales entre Pékin et Washington²². En tout état de cause, cette tendance est cohérente avec ce qui a été observé dans le passé puisque les autorités chinoises se sont délestées d'une partie de leur stock de dette US dès 2024 en raison de tensions géopolitiques importantes avec l'Administration Biden. Plus précisément, les avoirs chinois en obligations du Trésor américain ont baissé au niveau de 759 milliards de dollars en décembre de l'année dernière. Il s'agissait du neuvième mois de baisse des actifs chinois investis en titres de la dette publique US en 2024. On ne peut guère repérer dans ces conditions une accélération particulièrement brutale ni des ventes atteignant un niveau catastrophique.

Cela dit, pour un pays débiteur net, voir ses deux plus gros créanciers se retirer, c'est forcément toujours un mauvais signe pour l'avenir. Cet élément permet de comprendre pourquoi une semaine plus tard seulement après le Liberation Day, Trump reportait de 90 jours la mise en œuvre de la plupart des droits de douane, à l'exception de ceux concernant la Chine, après avoir constaté de l'agitation sur les marchés. Les commentateurs ont attribué ce changement d'attitude aux turbulences du marché obligataire qui, à lui seul, peut, il est vrai, faire tomber des gouvernements. Alors qu'environ la moitié de la dette du Trésor américain arrivera à échéance au cours des deux prochaines années (ce que l'on appelle à Wall Street le « mur de refinancement de la dette »), cet élément de la maîtrise des finances publiques US constitue un enjeu évidemment primordial²³.

Alors que le rendement sur la dette US à 10 ans culminait à la mi-janvier à un peu plus de 4,8%, on peut repérer un moment de relative confiance dans l'administration Trump jusqu'au début du mois d'avril. A cette époque, le rendement sur cette classe d'actifs avait baissé au niveau de 3,96%. En points de pourcentage (p.p.), il s'agit d'une baisse de 0,84 p.p. Exprimée en pourcentages, cette différence correspond à une diminution de 17,5%. A ce moment, les finances publiques états-uniennes pouvaient voir venir. Au fur et à mesure que la guerre commerciale faisait rage des deux côtés du Pacifique, les marchés ont à nouveau affiché une certaine forme de méfiance à l'endroit de la dette états-unienne tant que Trump campait sur ses positions. En repassant au-dessus de 4,5%, le rendement sur la dette US avait progressé de plus de 13% à la fin du mois d'avril. Les gains obtenus de janvier à avril avaient été presque entièrement effacés.

²¹ Financial Times, Japanese investors sold \$20bn of foreign debt as Trump tariffs shook markets, édition mise en ligne du 22 avril 2025.

²² The Times, China warned against US bond sell-off in response to tariffs, édition mise en ligne du 21 avril 2025.

²³ Global Times, China cuts holdings of US Treasury bonds to \$759 billion in December 2024, édition mise en ligne du 19 février 2025.

On comprend mieux dans ces conditions l'origine des rétropédalages en série de la part de Donald Trump. La dernière semaine d'avril a vu les Etats-Unis baisser le niveau des décibels d'un sérieux cran. C'est à ce moment que l'administration Trump a fait part du projet de diminuer les droits de douane contre la Chine passés auparavant à 145 %. Pour certains produits, cette diminution serait d'ailleurs supérieure à la moitié²⁴.

Bilan d'un mois de folie

L'heure serait donc à la désescalade. Il est vrai que les répercussions des annonces radicales de l'équipe Trump n'ont pas fini de faire sentir leurs effets en retour sur l'économie mondiale. Par exemple, le FMI a dressé une évaluation plutôt sombre de l'impact des politiques du président américain. Le Fonds estime que la forte augmentation des droits de douane et l'incertitude entraîneront un ralentissement significatif de la croissance mondiale à court terme.

Dans la dernière édition de ses Perspectives de l'économie mondiale, le FMI a abaissé ses prévisions de croissance du PIB mondial à 2,8% pour cette année, soit 0,5% de moins que ce qu'il anticipait en janvier dernier. Le FMI a déclaré que, bien que ses prévisions aient été établies sur la base de la politique commerciale actuelle, l'intensification des risques de baisse domine les perspectives. Ses prévisions montrent que toutes les grandes économies sont touchées, le Royaume-Uni devant connaître une croissance de 1,1% cette année, contre 1,6% prévu en janvier. Le FMI anticipe une détérioration plus marquée pour les États-Unis, de 2,7% à 1,8%. Avec cette chute de 0,9 p.p pour 2025, l'économie états-unienne devrait figurer parmi les plus touchées par cette sensible perte de tonus de l'économie mondiale.

Dans le reste du monde, les choses se présentent comme suit. Dans la zone euro, la croissance (0,8 %) correspond à une diminution de 0,2 p.p. Dans les économies émergentes et en développement, la croissance devrait ralentir à 3,7 % en 2025 et à 3,9 % en 2026, avec des révisions à la baisse significatives pour les pays les plus touchés par les récentes mesures commerciales, telles que la Chine. Il est attendu que cette dernière connaisse une croissance de 4% cette année, au lieu de 4,6 % selon les estimations précédentes du FMI. La croissance du Japon, pour sa part, s'établira à 0,6%, en baisse de 0,5 p.p. L'Inde, l'autre grande puissance asiatique, verra sa croissance passer à 6,2% au lieu de 6,5% comme prévu initialement. Il s'agit là d'une diminution de 0,3 p.p. C'est à vrai dire la diminution la moins importante de tous les grandes puissances asiatiques.

Si l'importance de la croissance est chez nous relativisée dans le débat public chez nous en tant qu'indicateur économique, il n'en va pas de même en Afrique où donner un toit et un emploi à des populations très jeunes nécessitent forcément de la création de richesse. Pour cette partie du monde, on doit souligner, et c'est heureux, une forme de résistance. Il est vrai qu'entre le continent africain et les États-Unis, les échanges ne sont pas des plus importants. FMI a abaissé ses prévisions de croissance économique pour l'Afrique d'à peine 0,3 points de

²⁴ Wall Street Journal, White House Considers Slashing China Tariffs to De-Escalate Trade War, édition mise en ligne du 23 avril 2025.

pourcentage. Le Fonds anticipe désormais une croissance de 3,9% pour les 54 pays que compte l'Afrique cette année, contre 4,2% prévus en octobre. Il y a évidemment là une forme de résilience à saluer mais l'Afrique n'est pas assez riche évidemment pour pouvoir renoncer le cœur léger à 0,3 points de croissance.

En ce qui concerne l'Amérique latine, les prévisions du FMI pour la région laissent entrevoir une croissance économique de 2,1% cette année contre 2,5% dans les projections antérieures. On attirera l'attention du lecteur sur les destins contrastés du Mexique et du Brésil, les deux plus grandes économies de la région. En effet, l'impact des mesures protectionnistes de l'Administration Trump pèsera fortement sur le Mexique. Le FMI prévoit que le Mexique sera durement touché par les tarifs douaniers, sa croissance tombant à -0,3 % en 2025, soit une forte baisse de 1,7 point de pourcentage par rapport aux prévisions initiales. Ce n'est qu'en 2026 que Mexico renouera avec un modeste taux de croissance de son PIB (1,4%). Pour le Brésil, les choses se présentent un peu mieux. Le FMI a cependant abaissé les prévisions de croissance de Brasília à 2% pour 2025 et 2026, soit une réduction de 0,2 points par rapport à son estimation de janvier et nettement inférieure à la vigoureuse croissance de 3,4% enregistrée l'année dernière²⁵.

Du point de vue de l'inflation, on observe deux tendances contradictoires entre l'Europe et les Etats-Unis. Aux USA, il était clair dès la mi-avril que les droits de douane imposés par Donald Trump risquaient d'aggraver l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation, de l'avis du président de la Fed Jerome Powell. Une enquête menée par les autorités monétaires US montre, en effet, que les barrières tarifaires mises en œuvre en 2018 lors du premier mandat de Donald Trump équivalaient à 0,3 points de l'inflation sous-jacente des dépenses de consommation. Si des droits de douane de 25 % étaient appliqués au Canada et au Mexique (et 10 % pour la Chine), on peut discerner un impact inflationniste à 0,5 à 0,8 points de pourcentage. Un scénario plus extrême, impliquant des droits de douane de 60% sur la Chine et de 10 % sur le reste du monde, laisse entrevoir un impact sur l'inflation de 1,4 à 2,2 points de pourcentage²⁶.

Un tarif douanier constitue, en effet, une taxe payée par les importateurs, qui n'hésiteront pas, du moins dans le cas d'une économie très libéralisée comme celle des Etats-Unis, à faire repayer au moins une partie de ce coût supplémentaire aux consommateurs. Dans le cas où le bien importé est un produit intermédiaire, l'impact d'un tarif douanier se répercute progressivement tout au long de la chaîne de valeur jusqu'au produit final. La chose n'était évidemment pas encore visible dans les chiffres relatifs à l'inflation au début du mois d'avril car certains de ces tarifs venaient à peine d'entrer en vigueur. Cependant, il est clair que si des droits de douane importants étaient mis en œuvre de façon durable à l'avenir, l'indice des prix à la consommation aux Etats-Unis serait affecté de manière importante.

²⁵ IMF, World Economic Outlook, avril 2025.

²⁶ Barbiero, O & Stein, H, The Impact of Tariffs on Inflation, Current Policy Perspectives, Federal Reserve Bank of Boston, february 2025, p.6.

En revanche, il semble, pour l'instant, que l'effet inflationniste en Europe de la politique commerciale impulsée par Donald Trump ne soit pas aussi évident qu'aux Etats-Unis. En effet, la politique tarifaire états-unienne pourrait plutôt calmer l'inflation chez nous au lieu de l'aggraver. A la base de constat, on retrouve trois éléments se caractérisant par un effet désinflationniste. On commencera tout d'abord par la baisse des prix des produits énergétiques qui résulte de l'impact déprimant sur l'économie mondiale des barrières tarifaires. On mettra ensuite en évidence l'appréciation de l'euro, résultant en grande partie d'une réorientation des flux de capitaux d'origine asiatique vers le Vieux Continent au détriment des Etats-Unis. Enfin, on note que la fermeture des frontières américaines débouche sur une offre excédentaire de biens en provenance de la Chine.

A ce propos, il est important de noter que le gouvernement chinois se préoccupe beaucoup du chômage des jeunes qui avait beaucoup augmenté dans la foulée de la pandémie²⁷. Il s'élevait à 21,3% chez les 16-24 ans en 2023. Un certain volontarisme a permis aux autorités chinoises d'améliorer les données dans ce domaine. C'est ainsi qu'en octobre de l'année dernière, le chômage des jeunes en Chine a atteint 17,6%, contre 18,8% en août, selon les chiffres du Bureau national des statistiques (BNS)²⁸. Dans ce contexte marqué par une certaine précarisation de l'emploi, le gouvernement chinois ne va surtout pas envisager de fermer des unités de production. C'est ici qu'interviennent les achats d'obligations publiques européennes par l'Empire du Milieu à titre de solvabilisation d'un client afin de faciliter l'écoulement de ses excédents.

Puisqu'ils sont loin d'attiser un haut niveau d'inflation en Europe, les droits de douane de l'Administration Trump pourraient constituer l'élément déclencheur favorable à une nouvelle baisse des taux d'intérêt sur le Vieux Continent. C'est ainsi que le jeudi 17 avril, le Conseil des gouverneurs de la BCE a abaissé à l'unanimité le taux de la facilité de dépôt de 25 points de base à 2,25 %. Le but de la manœuvre visait à atténuer l'effet déprimant sur le taux de croissance de la zone euro des tensions commerciales avec les Etats-Unis. Christine Lagarde, la présidente de la BCE, n'excluait pas qu'une nouvelle diminution de 50 points pourrait également se produire dans un avenir proche.

Au Japon, le gouvernement a mis en place une batterie de mesures économiques d'urgence destinées à contrer les effets négatifs de la hausse des droits de douane décidée par le président américain Donald Trump alors qu'un deuxième cycle de négociations commerciales bilatérales était prévu pour la semaine du 28 avril. Ce plan d'aide comprend fondamentalement un financement de soutien aux entreprises et des mesures de stimulation de la consommation pour relancer l'activité économique. Pour l'instant, des mesures de baisse des taux n'ont pas été évoquées car l'économie nipponne est perçue comme encore peu concernée par des menaces de récession à court terme.

²⁷ La Tribune, Chine: le taux de chômage des jeunes chinois inquiète Pékin, article mis en ligne le 4 mars 2023.

²⁸ La Tribune, Chine : le taux de chômage des jeunes baisse, article mis en ligne le 22 octobre 2024.

Cela dit, les spécialistes s'attendent tout de même à ce que la remontée des taux qui a été entamée l'année dernière au pays du Soleil Levant sera plus modérée dans sa progression à l'avenir. Bref, les mesures mises en œuvre par Donald Trump sont susceptibles de faire glisser les Etats-Unis dans une situation de stagflation caractérisée par une augmentation de l'inflation et une diminution de la croissance.

En ce qui concerne l'Europe, il convient plutôt de s'inquiéter pour le taux de croissance du PIB alors que l'inflation semblait faiblir au début du printemps. Pour ces raisons, le FMI table sur des taux d'intérêt qui resteront élevés aux Etats-Unis où le rendement des obligations d'État à 10 ans se situera en moyenne à 4,2% en 2025 puis à 3,8% en 2026. Dans la zone euro, on note un niveau sensiblement plus bas : 2,6% en 2025 et 2,7% en 2026. C'est au Japon que cette variable sera la plus faible à l'avenir: 1,4% en 2025 et 1,6% en 2026²⁹.

Dans le cas de la Belgique, on remarque également une baisse du taux des OLO (les obligations publiques du gouvernement fédéral à 10 ans) après les déclarations de Donald Trump. Le 31 mars, une OLO affichait un rendement de 3,23% contre 3% à la fin du mois d'avril. C'est une baisse encore peu importante (7%). Cependant, si cette tendance se confirme, en lien évidemment avec les décisions à venir de la BCE, les exigences des marchés à l'endroit de la dette publique belge risquent de s'adoucir et ce ne sera évidemment pas une mauvaise chose. Nous aurons l'occasion d'en reparler.

A l'heure où ces lignes étaient écrites (28 avril 2028), l'actuel locataire de la Maison-Blanche multipliait les annonces plus ou moins lisibles. Il semble qu'il ait été pris de court, et il ne doit pas être le seul, par la dépréciation du billet vert. En tout état de cause, son statut de débiteur net empêche clairement l'Oncle Sam de pouvoir faire danser la planète comme il siffle. Si la Chine, comme d'autres pays, revend une partie des bons du Trésor américains qu'elle détient pour acheter d'autres titres souverains, c'est aussi dans la mesure où des doutes commencent à se dessiner quant à la soutenabilité de la dette américaine.

Les États-Unis bénéficient donc d'un privilège exorbitant grâce au statut de monnaie de référence du dollar. Tant que ce cadre est perçu comme stable, la dette publique états-unienne pourra continuer à être financée. En revanche, si l'idée se généralisait que Trump désire restructurer la dette des Etats-Unis, on pourrait s'acheminer vers un scénario plus dangereux pour le système monétaire international.

Nous n'en sommes pas encore là mais il est peut-être temps de réfléchir à une autre architecture financière internationale. Le poids du monde est peut-être devenu trop lourd pour les seules épaules des Etats-Unis. Ce constat contraste avec la montée en puissance de la Chine depuis un quart de siècle.

²⁹ IMF, World Economic Outlook, avril 2025, statistical appendix, p.2.

Multipolarité monétaire

Les chiffres parlent d'eux-mêmes. En 2000, le PIB de la Chine s'élevait à 1.211 milliards de dollars. En 2023, il dépassait les 17.800 milliards de dollars, soit une multiplication par à peu de choses près 15. L'objectivité nous commande cependant d'écrire que la dynamique économique de rattrapage caractérisée par des taux de croissance à deux chiffres s'est terminée en 2016. Depuis, le taux moyen de croissance de l'Empire du Milieu s'est stabilisé à une moyenne annuelle de l'ordre de 5%. L'époque des taux de croissance annuels de 10% appartient désormais au passé mais à 5%, la Chine reste un des moteurs de l'économie mondiale.

Cet état de choses s'accompagne évidemment d'une montée en puissance de la Chine sur le plan monétaire. Petit à petit, Pékin multiplie les accords monétaires avec de plus en plus de pays dans le monde.

C'est ainsi que la Banque populaire de Chine (PBOC), la banque centrale du pays, a signé des accords bilatéraux d'échange de devises avec plus de 40 banques centrales ou autorités monétaires étrangères. Sur ces 40 accords conclus, 31 sont actuellement en vigueur, pour un montant total d'environ 586 milliards de dollars américains. Les accords de financement en question consistent en des swaps de devises par lesquels les banques centrales de deux pays peuvent échanger entre elles leurs devises respectives.

Les fonds mis à la disposition des parties prenantes à ces swaps peuvent être utilisés pour soutenir les activités bilatérales, qu'elles soient commerciales ou d'investissement, contribuant ainsi à réduire les coûts et les risques de change. Plus précisément, un swap de devises désigne une opération par laquelle deux parties conviennent qu'elles pourraient emprunter dans le futur des montants libellés dans leurs monnaies nationales respectives. En cas d'activation, les montants empruntés sont remboursés à terme suivant un échéancier qui tient compte des paiements des intérêts dus et des amortissements en capital.

Dans de nombreux cas, les accords de swap de devises signés par la Chine ont joué un rôle positif dans le renforcement de la confiance des marchés et le maintien de la stabilité financière mondiale. On songera notamment à l'Argentine dont la Banque centrale ne doit son salut qu'à des injections de liquidités régulièrement renouvelées avec Pékin. En effet, le swap avec la Chine forme aujourd'hui la pierre d'angle des réserves de la Banque centrale de la République d'Argentine (BCRA). Il représente près de 18 milliards de dollars de ses avoirs bruts, dans une période particulièrement difficile pour la patrie d'Evita³⁰. C'est ainsi que l'Argentine a déjà remboursé dans un passé récent des prêts du FMI avec des yuans.

A titre davantage politique, on notera que la promotion de ces swaps permet à la Chine d'étendre le rôle international du yuan, la devise nationale chinoise, de façon à accroître son influence. De plus, ces accords sont dépourvus de conditionnalité et comportent souvent une

³⁰ El Cronista, Por qué a Estados Unidos no le gusta el swap de la Argentina con China: la exigencia a Milei, article mis en ligne le 10 avril 2025.

sélectivité des partenaires moins forte que les aides de la Banque mondiale. Ces éléments ont naturellement contribué au succès de ce mode particulier de diffusion du yuan. Pour mémoire, on comptait, en septembre 2014, 23 swaps de devises entre la Chine et le reste du monde³¹.

La progression est réelle. Elle permet d'anticiper une partie des évolutions futures du système monétaire international. A l'avenir, la centration du système monétaire international sur le seul roi dollar s'avèrera de moins en moins fonctionnelle, notamment en raison du poids croissant de la dette publique états-unienne. Au centre de la nouvelle architecture monétaire internationale, dans le scénario d'une dédollarisation partielle, on devrait retrouver un panier de monnaies ayant entre elles des parités fixes. Ce panier de devises devraient intégrer très vraisemblablement le dollar, l'euro, le yuan, le yen, la livre sterling, le franc suisse et peut-être la roupie indienne ou encore le real brésilien. La parité des autres devises face à ce panier serait également rigide.

Cette rigidité correspond dans les faits à un haut degré de contrôle des changes. Il s'agit là de surcroît d'une disposition institutionnelle qui caractérise les marchés des changes de nombreux pays émergents. La libre circulation des capitaux y a en effet moins cours que chez nous. Des études récentes ont à ce propos permis de prouver qu'en dépit d'un mouvement de libéralisation commencé au cours des années 1990-2000, l'après-2008 s'est caractérisé au sein des grands pays émergents par une méfiance à l'endroit de la liberté de circulation des capitaux. Des pays comme la Chine, l'Inde et à un degré moindre, le Brésil peuvent aisément être qualifiés d'Etats restrictifs dans ce domaine³².

Un tel schéma empêche de voir se répéter ce qui a conduit à la désindustrialisation de nos contrées depuis le milieu des années 1970, à savoir la capacité du capital financier, puisque toujours mobile, à se jouer des frontières et à mettre en concurrence les travailleurs et les territoires les uns contre les autres. Comme chacun le sait, cette mondialisation s'est faite aux conditions du capital financier pour le plus grand malheur des industries du nord. C'est à partir de cette époque que le gavage des actionnaires au détriment de l'investissement productif s'est généralisé. On ne peut évidemment proposer de politiques de réindustrialisation en faisant l'impasse sur cette importante variable.

On peut même penser que si les ventes massives de Bons du Trésor américain s'étaient poursuivies (c'est-à-dire si Donald Trump s'était obstiné à poursuivre sa politique de coup de menton), la transition vers ce type de système monétaire international aurait été accélérée. Vu ces évolutions, on peut anticiper que la question du financement de la dette et des déficits états-uniens va se poser un jour. Quand ils ne disposeront plus du privilège léonin d'émettre la monnaie de référence du système monétaire international, les Etats-Unis devront s'attaquer à

³¹ Página/12, Tai Chi Swap, article mis en ligne le 7 septembre 2014.

³² Rapport G20/OCDE sur l'évaluation et la promotion de la résilience des flux de capitaux dans les marchés émergents et les économies en développement. Facteurs de résilience et implications pour les politiques publiques, 2024, pp.36-38.

leurs déficits. On doit redouter que cet assainissement prenne la forme d'une grave crise d'austérité reposant sur la diminution des dépenses.

En effet, la consommation des ménages aux Etats-Unis a atteint 16.279 milliards de dollars US au quatrième trimestre de 2024 contre plus de 8.000 milliards d'euros en Europe (soit à peu près 9.000 milliards de dollars selon les taux de change en vigueur à cette époque). Les Etats-Unis devront alors se diriger vers une plus grande redistribution fiscale et peut-être même un début de taxation des nuisances environnementales. Les Etats-Unis ont déjà connu des phases de leur histoire plus enclines à la redistribution fiscale. On rappellera à ce sujet que le taux marginal d'imposition aux Etats-Unis était de 75% en 1970. Il se situe depuis les années Reagan autour des 40%.

En fin de compte, les linéaments de reconstruction du système monétaire international tels que posés ici ne diffèrent guère des thèses de Keynes lorsqu'il proposait d'articuler l'architecture financière à une monnaie d'un genre particulier, à savoir le bancor. Ce dernier désigne en fait une unité de compte des échanges internationaux.

Le système monétaire international keynésien était défini par une parité fixe des devises nationales par rapport au bancor. Ce taux de change rigide était cependant révisable annuellement. A ce moment, les banques centrales devaient acheter ou vendre leurs devises nationales pour régler le débit ou crédit de leur compte auprès de la chambre de compensation du système monétaire international. La compensation dont il est ici question correspond à une technique comptable visant à compenser les mouvements de débit par des mouvements de crédit.

La chambre de compensation désigne l'entité chargée de procéder à cette opération. Dans le schéma dressé par Keynes, chaque pays disposait d'un découvert en bancors pour un montant équivalent à la moyenne des importations et des exportations au cours des trois dernières années précédant la création du système Bancor.

Chaque année, la balance extérieure de chaque pays était évaluée. Si un déséquilibre trop important était constaté, une procédure de réajustement automatique de la devise était enclenchée. Si on avait affaire à un excédent, une procédure de réévaluation était mise en œuvre afin de corriger le déséquilibre du pays exportateur. Dans le cas inverse, à savoir un déficit, le pays en question voyait sa monnaie dévaluée. Le bancor aurait donc permis d'éviter des scénarios de déséquilibre dans la répartition des devises, lesquels sont caractéristiques des logiques de fonctionnement de type mercantiliste.

Si le taux de change des devises nationales était défini de manière rigide par rapport au bancor, il convient de remarquer que la parité de ce dernier face à l'or était fixe. Cette parité fixe face à l'or faisait office d'ancrage du système. Le système monétaire international conçu par Keynes a été remis au goût du jour à l'occasion de la crise financière de 2008. A cette époque, le gouverneur de la Banque populaire de Chine, Zhou Xiaochuan, a insisté pour que le système mondial se dédollarise et s'oriente vers une devise commune multilatérale de type

bancor³³. A la base de cette position, on retrouve la critique émise par Robert Triffin (1911-1993), un économiste belge, contre tout système monétaire assis sur une devise de référence. Le célèbre dilemme de Triffin (ou paradoxe de Triffin) constitue la pierre d'angle de cette approche³⁴.

Le paradoxe de Triffin s'énonce comme suit. Si un pays dispose d'une monnaie de réserve internationale, c'est en raison de son caractère dominant et économiquement prospère. Dans le même temps, le caractère d'actif de réserve de sa devise fait en sorte qu'elle sera particulièrement prisée. Tout le monde voudra détenir la plus grande quantité possible de cette monnaie. Autrement dit, le pays émetteur de la monnaie de réserve mondiale doit être structurellement en déficit pour que tout le monde puisse posséder sa devise. Mais alors, et c'est ici que la situation devient paradoxale, si ce pays accuse pendant trop longtemps un déficit profond, une partie de ses créanciers risque de perdre confiance, ce qui peut faire vaciller le statut de monnaie de réserve de l'économie-monde lié cette devise. Après avoir montré les tenants et aboutissants de la crise d'hégémonie à laquelle nous assistons, il nous reste à conclure en montrant quelles conséquences ce processus complexe et d'envergure mondiale pourrait avoir sur la population de la Fédération Wallonie-Bruxelles.

Répercussions pour les francophones de Belgique

Pour les francophones de ce pays, l'arrivée de Donald Trump à la Maison-Blanche constitue une mauvaise nouvelle dans la mesure où loin d'être limitée aux Etats-Unis, la vague des populismes de droite a également touché la Belgique, que ce soit, d'ailleurs, au nord ou au sud du pays. On peut résumer cette conjonction de la manière suivante.

En faisant diminuer la croissance de l'économie mondiale, les politiques protectionnistes de Donald Trump auront un impact important sur la Belgique. En effet, notre pays est structurellement très dépendant de son commerce extérieur. Les exportations de biens et de services (364 Md€) équivalaient à 66% du PIB en 2023. Or, depuis la fin de l'année 2021 et en dépit d'une légère amélioration en 2023, on constate une forte pression sur les exportations de la Belgique puisque la hausse des prix de l'énergie détériore la compétitivité des entreprises belges.

L'impact sectoriel sur le tissu économique francophone des mesures adoptées par Trump se présente comme suit. Puisque la Wallonie exporte essentiellement des produits chimiques et pharmaceutiques vers les États-Unis (3,8 milliards en 2023), elle sera forcément impactée par les droits de douane de l'Administration Trump. On rappellera que sous la présidence de Joe Biden, ces barrières tarifaires étaient nettement moins élevées qu'aujourd'hui. Il semblerait, et le conditionnel est évidemment de rigueur tant les desseins souvent changeants de la présidence américaine s'avèrent particulièrement complexes à décoder, que Washington

³³ Financial Times, China calls for new reserve currency, article mis en ligne le 23 mars 2009.

³⁴ Lire à ce sujet Triffin, R, *Gold and the Dollar Crisis. The Future of Convertibility*, Yale University Press, 1960.

semblait indiquer que l'actuel niveau de taxation de 15% à l'entrée du territoire pour cette gamme de produits pourrait être relevé au niveau de 150%, voire 250%, d'ici 12 à 18 mois³⁵. La menace que nous venons de décrire auparavant est de type direct. Il en existe d'autres qui en revanche, présentent un caractère indirect dans la mesure où elles sont liées à la dégradation des paramètres macroéconomiques mondiaux. Si elles s'avèrent moins immédiatement perceptibles, elles n'en restent pas moins déterminantes pour l'avenir.

A ce propos, si quelqu'un écrit que la réorientation vers l'Union européenne des exportations chinoises destinées originellement au marché US n'est pas grave, un bon conseil : cessez immédiatement de le lire ! En 2024, les exportations de la Chine vers l'Union européenne s'élevaient à 518 milliards de dollars. De leur côté, les exportations chinoises vers les Etats-Unis atteignaient 450 milliards de dollars cette même année. En imaginant une diminution de 50% de ce volume avec redirection vers le Vieux Continent, on obtient 225 milliards de dollars à ajouter au 518 précédemment mentionnés, soit un total de 743 milliards. Autre élément à intégrer pour évaluer les choses au plus juste: le PIB industriel de l'Europe équivaleait à 3.780 milliards d'euros en 2024. Sachant que le taux de change moyen de l'euro face au dollar américain en 2024 était de 1,0822 USD pour un euro, on peut estimer l'output industriel européen, il y a un an, à 4.082 milliards de dollars.

Dans ces conditions, un supplément de 225 milliards de dollars d'importations, cela représente, en fait, un choc de 5,5% pour la production industrielle européenne. Si la totalité des exportations chinoises vers les Etats-Unis devait arriver chez nous (ce qui est heureusement fort improbable), ce clash serait de l'ordre de 11%. Dans ce cas de figure, la pression à la désindustrialisation en Europe de manière générale, et en Wallonie en particulier, sera évidemment plus importante encore³⁶. La tendance à la destruction de capital qui s'en suivra au niveau de tout le Vieux Continent compliquera évidemment la tâche du gouvernement wallon dès lors qu'il s'agira d'attirer, à la suite de ses prédécesseurs, des investisseurs étrangers chez nous.

Bien entendu, une croissance en berne représente une mauvaise nouvelle pour l'emploi au niveau national. Or, c'est dans la Région de Bruxelles-Capitale et en Wallonie que l'on retrouve les taux de chômage et de pauvreté les plus élevés du pays. Cette pression déprimante sur l'emploi se produit au moment où la politique d'indemnisation du chômage s'apprête à devenir plus restrictive en Belgique. C'est ainsi qu'en janvier 2026, si les choses restent en l'état, il est prévu que 100.000 personnes (principalement des Bruxellois et des Wallons) seront exclus du chômage puisqu'un gouvernement de droite dure dirige dorénavant le pays jusqu'en 2029. Il s'agit d'un peu plus d'un chômeur sur trois. Il est même possible que davantage de personnes soient finalement concernées, en fonction du traitement qui sera

³⁵ CNBC, Trump says pharma tariffs could eventually reach up to 250%, article mis en ligne le 5 août 2025.

³⁶ Lire à ce sujet, Ma Tribune, Quelles conséquences des droits de douane américains sur la Belgique et la Région wallonne?, article mis en ligne le 13 juin 2025.

réservé aux cas des travailleurs sans emploi de plus de 55 ans du point de vue de la durée de leurs carrières.

Les prolongements géopolitiques de cette montée du protectionnisme, même si les choses avaient l'air de se calmer à la fin du mois d'avril, représentent une préoccupante augmentation des tensions entre grandes puissances. Pour être plus précis, il est de plus en plus flagrant que l'ordre du monde hérité de l'après-guerre froide caractérisé par un monopole d'influence au profit des Etats-Unis est révolu. Pour reprendre l'expression de l'économiste américain Nouriel Roubini, des « puissances révisionnistes » sont occupées à saper cette architecture des relations internationales³⁷. Très concrètement, il s'agit de la Russie, de la Chine, de l'Iran et de la Corée du nord. Deux de ses pays sont de véritables géants sur le plan militaire. L'apparition de cette menace, d'un point de vue états-unien, donnera lieu à une augmentation des dépenses militaires.

Or, et c'est un mantra de l'Administration Trump, il faut que les alliés de l'OTAN cessent de compter, comme ils ont pu le faire jusqu'à présent, sur le bouclier de l'Oncle Sam pour se protéger. Ils devront donc mettre la main au portefeuille.

C'est ainsi que la Belgique doit aujourd'hui atteindre les 2% de son budget alloués au secteur de la défense. En cette période de taux d'intérêt encore élevés et d'assainissement budgétaire mené par un gouvernement de droite davantage soucieux de diminuer les dépenses que d'augmenter les recettes, l'augmentation des budgets dévolus à l'armement se traduira par une pression à la baisse sur les dépenses sociales.

S'il semble à cette heure acquis que le dividende de Belfius servira à financer cet effort de guerre, on peut objecter que cette rentrée financière ne servira pas à améliorer les pensions les plus basses ou les allocations familiales des foyers les plus pauvres. On ne peut, en effet, pas dépenser deux fois le même euro.

La situation socioéconomique de la partie francophone du pays implique, au contraire, que davantage de moyens soient consacrés à aux politiques sociales. Or, le protectionnisme unilatéral des Etats-Unis de type mercantiliste-impérialiste ne peut que s'accompagner d'une montée des tensions. Autrement dit, nous ne sommes peut-être pas au bout de la tendance consistant à évincer des investissements dans les politiques sociales pour leur substituer des dépenses d'armement.

Les déclarations de Theo Francken (NVA) du mois d'avril de cette année sont, de ce point de vue, absolument explicites. Selon le ministre de la Défense, les dépenses supplémentaires d'armement peuvent être piochées directement dans le budget de la sécurité sociale. Selon le nouveau ministre de la Défense, «actuellement, 140 milliards d'euros par an sont consacrés à

³⁷ Roubini, N, *MegaThreats: Ten Dangerous Trends That Imperil Our Future, And How to Survive Them*, Little Brown, New York, 2022.

la sécurité sociale et 8 milliards à la sécurité militaire. Nous souhaitons réduire légèrement ce montant»³⁸.

Rien n'exclut, par ailleurs, que ces dépenses supplémentaires ne se solderont pas par une nouvelle humiliation des Européens. On rappellera, à ce propos, que l'annexion du Groenland continuait à faire partie, à l'heure où ces lignes étaient écrites (28 avril 2025), des objectifs de politique étrangère des Etats-Unis³⁹.

Pour terminer, on n'oubliera pas de mentionner l'impact dévastateur que pourrait avoir par ricochets une guerre commerciale dure entre la Chine et les Etats-Unis sur l'industrie européenne. Jusqu'à présent, la Commission européenne entend préserver le cadre multilatéral d'organisation du commerce international. Autrement dit, si on doit repérer une surproduction en Chine du fait des difficultés d'accès au marché américain, une bonne partie de cet excédent a de fortes chances de se retrouver sur le Vieux Continent. Cet état de choses aura tendance à faire pression à la baisse sur les prix.

Un choc de désinflation pourrait donc se produire en Europe. L'hypothèse d'un épisode de déflation n'est d'ailleurs plus exclue à l'avenir par la presse économique du Vieux Continent⁴⁰. Cette hypothèse est principalement liée à l'appréciation de l'euro face au billet vert. Il n'en reste pas moins que l'arrivée des excédents chinois sur le marché européen agravera encore la donne. Dans ces conditions, les politiques d'assainissement des finances publiques imposées aux peuples d'Europe par la Commission s'avèreront, en tout état de cause, profondément procycliques.

Cet état de choses présente un double danger pour la partie francophone du pays. D'une part, les politiques de réindustrialisation éprouveront plus de difficultés à se concrétiser en Wallonie. D'autre part, si la Flandre doit souffrir, les forces nationalistes présentes au sein du gouvernement fédéral feront pression pour que les dépenses sociales, qui bénéficient proportionnellement davantage aux francophones de Belgique, soient davantage rabotées. En tout cas, personne n'imagine Bart De Wever se convertir en réformateur de type keynésien à court voire moyen terme.

C'est évidemment un problème majeur puisque la seule retombée plus ou moins positive de la nouvelle doctrine commerciale en vigueur aux Etats-Unis réside jusqu'à présent dans une baisse du niveau des taux longs puisque, comme nous l'avons vu, l'Europe s'oriente vers un choc désinflationniste. Cependant, rien n'indique que la NVA et un MR de plus en plus clairement ancré à droite voudront s'emparer du levier des dépenses publiques pour relancer la croissance. C'est bien connu. Un malheur ne vient jamais seul...

³⁸ BusinessAm, Theo Francken (N-VA) wil geld voor defensie halen bij sociale zekerheid: "Er is een onevenwicht", article mis en ligne le 10 avril 2025.

³⁹ B.T., På pressemøde: Trump melder ud om Grønland, édition du 24 avril 2025.

⁴⁰ Trends-Tendances, Droits de douane : la déflation, prochain casse-tête pour la BCE?, article mis en ligne le 31 juillet 2025.

Conclusion

L'élection de Donald Trump inaugure une période de grandes turbulences. Celles-ci se feront évidemment ressentir, comme nous venons de le voir, en Belgique. Vu les niveaux de pauvreté et de chômage plus importants à Bruxelles et en Wallonie qu'en Flandre, on peut anticiper que les populations francophones de Belgique seront davantage touchées par le choc sur l'économie européenne que représente la fin de ce que l'idéologie néolibérale qualifiait de « mondialisation heureuse ».

Très succinctement, on peut résumer l'époque présente comme relevant à la fois d'une manifestation de la puissance états-unienne et d'une profonde crise de cette hégémonie. On en voudra pour preuve le fait que l'annonce des mesures protectionnistes par l'Administration Trump ne s'est pas accompagnée d'une appréciation du dollar en tant que valeur refuge du système monétaire international. Les Etats-Unis contemporains sont sans doute trop endettés pour que leur devise nationale puisse encore jouir de ce statut.

Pour l'Europe, cette dépréciation du dollar pénalisera nos exportations à destination des Etats-Unis. De surcroît, des excédents de production industrielle « Made in China » ne trouvant plus preneur aux Etats-Unis se retrouveront sur les marchés du Vieux Continent. Ce choc désinflationniste se traduira inévitablement par une pression à la baisse des taux longs en Europe. Pour autant, tant que des coalitions de droite partout au pouvoir dans ce pays corsèreront durement les finances publiques, il sera difficile de tirer parti de cette évolution.

Actualisation concernant le secteur pharmaceutique en Wallonie (décembre 2025)

La filière n'a sans doute pas fini d'être mise sous pression. En effet, alors que les taxes à l'entrée du territoire américain pour les productions pharmaceutiques européennes semblaient stabilisées à 15%, Donald Trump relançait, fin septembre, la guerre commerciale en menaçant d'une taxation de 100% les médicaments fabriqués à l'extérieur du territoire américain. Le but de la manœuvre visait à favoriser la relocalisation des investissements aux Etats-Unis. Pour l'heure, le niveau de taxe initial de 15% pour les entreprises européennes semble acquis mais la vigilance doit rester de mise.