



# Comment entretenir la

**La reprise s'amorce. Pour qu'elle ne s'essouffle pas, de délicats rééquilibrages devront s'opérer, tant à l'intérieur des pays qu'au plan international**

*Olivier Blanchard*

**D**ANS les récessions classiques, quels que soient les dommages causés aux entreprises et à l'emploi, les choses finissent par rentrer dans l'ordre de façon prévisible. Or la récession mondiale qui sévit actuellement est loin d'être classique.

Habituellement, pour combattre une récession, la banque centrale abaisse les taux d'intérêt, ce qui a pour effet de rehausser la demande et la production. Les gens recommencent à acheter des biens durables tels que des appareils ménagers et des voitures. Les entreprises se mettent à réaliser les investissements qu'elles avaient différés. Souvent, la dépréciation de la monnaie stimule les exportations en les rendant moins chères. La croissance inférieure à la normale fait place à

une croissance supérieure à la normale pendant un certain temps, jusqu'à ce que l'économie ait retrouvé son rythme de croisière.

La récession que le monde traverse actuellement sort de l'ordinaire. Il ne sera pas simple de redresser la barre. La crise a laissé des plaies profondes, dont l'offre et la demande se ressentiront pendant de longues années.

## **L'appareil productif mis à mal**

Certains éléments du système économique ne sont plus en état de fonctionner. Des entreprises ont fait faillite, qui auraient échappé à ce sort dans une récession normale. Dans les pays avancés, les systèmes financiers souffrent de dysfonctionnements et mettront beaucoup de temps à trouver leur nouvel équilibre. Pendant ce



# reprise mondiale

temps, l'intermédiation financière — et, par voie de conséquence, l'allocation des ressources indispensable à la croissance — sera entravée. Dans les pays émergents, les entrées de capitaux, qui ont diminué considérablement pendant la crise, ne se redresseront peut-être pas complètement au cours des prochaines années. La reconfiguration de la demande mondiale, la consommation se déplaçant des pays avancés vers les pays émergents, pourrait nécessiter une nouvelle structure de production. Dans presque tous les pays, les coûts occasionnés par la crise ont alourdi les charges pesant sur les finances publiques, de sorte qu'une hausse des impôts sera inévitable.

Tout cela signifie que nous ne retrouverons peut-être pas le sentier de la croissance auquel nous étions habitués et que la *production potentielle* pourrait être inférieure à ce qu'elle était avant la crise.

Dans quelle mesure la production potentielle a-t-elle diminué? Difficile à dire : par définition, la production potentielle,

contrairement à la production effective, n'est pas visible. Cela dit, l'histoire est riche d'enseignements plutôt préoccupants. Le rapport du FMI sur les *Perspectives de l'économie mondiale*, qui paraîtra prochainement, fait le point des 88 crises bancaires qui sont survenues depuis une quarantaine d'années dans des pays très divers. En dépit de différences marquées d'un pays à l'autre, il s'avère que, en moyenne, la production ne retrouve pas son ancienne trajectoire de croissance tendancielle, mais lui reste inférieure de façon permanente.

On peut se consoler en observant que la tendance elle-même ne change pas : en moyenne, les crises ont pour effet de réduire de façon permanente le niveau de la production, mais pas son taux de croissance. Si le passé est une bonne indication de l'avenir, on peut s'attendre à ce que l'économie mondiale retrouve son taux de croissance antérieur. Mais, surtout dans les pays avancés, la période de croissance supérieure à la moyenne, qui caractérise les reprises normales, risque d'être brève, voire inexistante.

## Problèmes du côté de la demande

Même un taux de croissance «normal» pourrait cependant être difficile à atteindre en raison de problèmes du côté de la demande. Les prévisions actuelles laissent entrevoir une croissance positive dans la plupart des pays, y compris les pays avancés, pendant les quelques trimestres à venir.

Mais cette bonne nouvelle s'accompagne de deux bémols :

- La croissance ne sera pas assez vigoureuse pour faire diminuer le chômage, dont la courbe ne devrait s'inverser que l'année prochaine.

- Ces prévisions de croissance positive reposent dans une large mesure sur la double hypothèse d'une relance budgétaire et d'une reconstitution des stocks par les entreprises, et non sur la vigueur de la consommation privée et de la formation de capital fixe. Tôt ou tard, il faudra mettre fin progressivement aux mesures de relance budgétaire et l'ajustement des stocks arrivera à son terme naturellement.

La question qui se pose alors est celle de la pérennité de la reprise.

Deux rééquilibrages devront s'opérer. Tout d'abord, le rééquilibrage entre dépense publique et dépense privée. Ensuite, le rééquilibrage de la demande globale entre pays, la demande intérieure faisant place à la demande extérieure aux États-Unis et inversement dans le reste du monde, en particulier en Asie.

## Rééquilibrage entre dépense publique et dépense privée

Sur le front budgétaire, les autorités ont réagi à la crise en augmentant les dépenses publiques, en diminuant les impôts et en acceptant de fortement creuser les déficits. Compte tenu de l'effondrement de la demande privée et de l'impossibilité de faire passer les taux d'intérêt en dessous de zéro, il est clair que les pouvoirs publics ont bien fait. Mais des déficits élevés entraînent une augmentation rapide de l'endettement. Or, comme beaucoup de pays étaient déjà fort endettés, la dette ne peut continuer de s'alourdir pendant bien longtemps et la persistance de déficits élevés amène à douter de plus en plus de la viabilité de la dette. Cela s'accompagne d'un risque de hausse des taux d'intérêt à long terme, à la fois parce que les opérateurs anticipent un effet d'éviction des emprunteurs privés au profit des emprunteurs publics et parce que le risque de défaillance est plus prononcé.

Combien de temps encore peut durer la relance budgétaire? En l'absence de toute autre mesure, dans la plupart des pays avancés, probablement pas très longtemps. En moyenne, le ratio dette/produit intérieur brut (PIB) des pays avancés du G-20 était élevé avant la crise et, d'après les prévisions, dépassera 100 % au cours des prochaines années. (La situation est très différente dans plusieurs pays émergents qui étaient beaucoup moins endettés au départ et disposent d'une plus grande marge de manœuvre pour financer leurs dépenses par l'emprunt.)

Il est important de préciser «en l'absence de toute autre mesure». En effet, la relance pourra se prolonger si, en même temps, des mesures structurelles sont prises pour maîtriser l'augmentation future des prestations sociales, induite par la hausse des coûts des soins de santé et les effets du vieillissement de la population sur le coût des retraites. Il existe de très bonnes raisons d'opter pour ces mesures : le FMI estime en effet que le coût budgétaire de l'augmentation future des prestations sociales est dix fois plus élevé que le coût budgétaire de la crise. Dès lors, même une réduction modeste du taux de croissance

des prestations sociales peut dégager une marge budgétaire substantielle pour poursuivre la relance.

À terme cependant, les mesures de relance budgétaire devront être retirées peu à peu et la demande privée devra prendre la relève. La question fondamentale est de savoir si cette demande viendra de la consommation ou de l'investissement.

## Rééquilibrage de la demande entre pays

Les États-Unis, qui ont été à l'origine de la crise, joueront aussi un rôle central dans la reprise mondiale. La consommation y représente 70 % de la demande et c'est justement la baisse de la consommation qui a été la principale cause immédiate de l'effondrement de la production lors de cette crise. En proportion du revenu disponible, l'épargne des ménages américains, qui était proche de 0 % en 2007, atteint aujourd'hui environ 5 %. Le taux d'épargne va-t-il redescendre à son niveau de 2007? Cela ne serait pas souhaitable et a peu de chances de se produire.

D'un côté, l'augmentation de l'épargne au cours de l'année écoulée tenait sans doute en partie à un certain attentisme de la part des consommateurs, attitude qui disparaîtra lorsque la situation sera plus claire. Mais d'un autre côté, le taux d'épargne a tendance à s'accroître avec la production et le revenu. Et même si la richesse financière retrouvait son niveau d'avant la crise — que ce soit dans l'immobilier (ce qui semble peu souhaitable et peu probable) ou sur le marché boursier — et si la production retrouvait sa trajectoire tendancielle, il est probable que les consommateurs américains épargneraient quand même davantage. En effet, la crise les a rendus plus conscients des risques extrêmes, c'est-à-dire des événements qui ont très peu de chances de se produire, mais qui, s'ils se produisent, ont des conséquences catastrophiques.

Avant la crise, tout le monde croyait que les prix de l'immobilier diminuaient rarement, voire jamais (croyance qui a été l'une des principales causes de la crise). Une autre croyance, reposant sur des observations historiques plus solides, était que les investisseurs pouvaient compter sur un rendement annuel de 6 % par an pour leurs actions. La baisse des cours boursiers de l'année dernière a montré qu'on ne pouvait tenir pour acquis de tels rendements et qu'il était peut-être plus sage d'épargner davantage pour se préparer une retraite sans surprise. Il est donc probable que les consommateurs américains épargneront plus, au moins jusqu'à ce qu'ils oublient les leçons de la crise. L'intuition (faute de repères plus solides) incite à conclure que le taux d'épargne des ménages américains se maintiendra au moins à son niveau actuel. Cela suppose une baisse de 5 points du ratio consommation/revenu disponible par rapport au niveau d'avant la crise, ou encore une diminution d'environ 3 points du ratio consommation/PIB. Pour dire les choses simplement : un surcroît de 3 % de demande globale devra venir d'autre chose que de la consommation.

Viendra-t-il de l'investissement? C'est peu probable. En pourcentage du PIB, l'investissement immobilier était trop élevé pendant les années qui ont précédé la crise et il faudra beaucoup de temps pour résorber la suraccumulation de logements. Pendant ce temps, l'investissement immobilier restera faible. La formation de capital fixe, en pourcentage du PIB, sera-t-elle plus élevée après qu'avant la crise? Probablement pas. Le taux d'utilisation des capacités n'a jamais été aussi bas et mettra du temps à se redresser. Les banques sont maintenant solvables, mais

elles continuent d'accorder leurs crédits au compte-gouttes et il est vraisemblable que les prêts restent soumis à des conditions rigoureuses pendant quelque temps encore. La moindre efficacité de l'intermédiation financière aura des conséquences tant sur l'offre que sur la demande. Là encore, si l'on observe ce qui s'est passé pendant les reprises «sans crédit» antérieures, on peut s'attendre à une longue période d'investissement faible.

### Est-il utile de maintenir bas les taux d'intérêt?

Il est probable que, quel que soit le taux d'intérêt, la demande intérieure privée des États-Unis restera faible pendant longtemps, plus faible qu'elle ne l'était avant la crise. Je dis bien «quel que soit le taux d'intérêt», ce qui peut inciter à un certain optimisme. Le taux d'intérêt «sans risque» à court terme est plus bas aujourd'hui qu'il ne l'était pendant les années antérieures à la crise. Sur les trois années qui ont précédé la crise, le taux nominal moyen des bons du Trésor américain a été de 4 %, tandis que le taux d'inflation moyen a été de 3 %, d'où un taux réel, c'est-à-dire compte tenu de l'inflation, de 1 %. Aujourd'hui, le taux des bons du Trésor est à peu près égal à zéro alors que les anticipations inflationnistes semblent ancrées autour de 2 %, ce qui implique un taux réel d'environ -2 %, autrement dit 3 points de moins qu'avant la crise. La Réserve fédérale peut, si cela est nécessaire, laisser son taux directeur (le taux des *federal funds*) à zéro et, comme les anticipations inflationnistes ont plus de chances d'augmenter que de diminuer, les taux d'intérêt réels vont sans doute rester négatifs. Une vieille règle empirique veut que, une baisse de 1 point du taux d'intérêt réel entraîne, si elle est jugée relativement durable, une augmentation d'à peu près 1 point de la demande globale. Dès lors, une diminution de 3 points du taux réel semblerait suffisante pour compenser la prudence des consommateurs et des entreprises et soutenir la reprise.

Mais cela n'est pas garanti. Ce qui détermine la demande, c'est le taux auquel les consommateurs et les entreprises peuvent emprunter, et non le taux directeur lui-même. Or, on l'a bien vu pendant la crise, le taux auquel les consommateurs et les entreprises empruntent est souvent très supérieur au taux directeur. À titre d'exemple, les primes de risque des obligations américaines notées BBB sont près de 3 points plus élevées qu'avant la crise. Il se pourrait fort que l'une des traces persistantes laissées par la crise actuelle soit une tendance à surévaluer les risques. (La dépression consécutive à la crise de 1929 a entraîné une forte hausse de la prime de risque sur les actions, qui a perduré pendant la plus grande partie des quarante années qui ont suivi. Mais cette dépression a duré longtemps et il semble peu probable que la crise actuelle ait le même impact psychologique.) Une hausse des primes de risque pourrait donc neutraliser, en partie au moins, la baisse des taux directeurs. Les autorités américaines ne peuvent pas compter uniquement sur des taux d'intérêt faibles pour soutenir durablement la reprise de l'économie.

### L'Asie à la rescousse?

Pour que les États-Unis puissent connaître une reprise économique en s'affranchissant peu à peu des mesures de relance budgétaire alors que la demande intérieure privée est faible, il faut que leurs exportations nettes augmentent. Autrement dit, ils doivent réduire leur déficit courant. Il s'ensuit que le reste du monde, dont l'excédent courant est actuellement très élevé, doit s'employer à le diminuer. Où cette diminution doit-elle avoir lieu?

Naturellement, les regards se tournent d'abord vers les pays fortement excédentaires, parmi lesquels figurent en bonne place des pays d'Asie et, tout particulièrement, la Chine. Du point de vue des États-Unis, une baisse de l'excédent courant chinois aiderait à accroître la demande et à soutenir la reprise, ce qui aurait pour effet d'augmenter les exportations américaines et contribuerait ainsi à la reprise économique mondiale.

Pourquoi la Chine accepterait-elle de se prêter à ce jeu? Parce qu'elle pourrait fort bien y trouver son compte : la Chine suit un modèle de croissance tirée par les exportations qui repose sur un taux d'épargne élevé, d'où une demande intérieure faible, et sur un taux de change bas, qui favorise une forte demande extérieure. Ce modèle a largement fait ses preuves, mais il aboutit à l'accumulation d'une énorme quantité de réserves et les pressions s'accroissent en faveur d'une augmentation de la consommation. Le taux d'épargne élevé tient à trois facteurs : l'absence d'assurance sociale, qui amène les ménages à économiser beaucoup par mesure de précaution, l'accès limité des ménages au crédit et les problèmes de gouvernance au sein des entreprises, qui conduit celles-ci à conserver une trop grande proportion de leurs bénéfices. Le développement de l'assurance sociale, un meilleur accès au crédit pour les ménages et l'amélioration de la gouvernance dans les entreprises sont autant d'objectifs qui, outre qu'ils sont souhaitables en tant que tels, contribueraient à faire diminuer le taux d'épargne et augmenter la demande intérieure. Si l'expansion de la demande se heurte à des contraintes du côté de l'offre, le surcroît de demande intérieure devra être compensé en partie par une diminution de la demande extérieure, ce qui suppose une appréciation du renminbi, au moins en termes réels. L'augmentation de la demande chinoise d'importations et l'appréciation du renminbi auront pour effet d'accroître les exportations nettes des États-Unis.

D'autres pays émergents d'Asie accumulent aussi des excédents courants considérables. Ils le font pour diverses raisons : certains veulent se constituer des réserves à titre d'assurance, d'autres ont opté pour une stratégie de croissance tirée par les exportations qui, accessoirement, influe sur le compte courant et l'accumulation de réserves. Beaucoup de ces pays pourraient réduire leur épargne, publique et privée (comme le montre la baisse très prononcée de l'épargne des ménages coréens depuis les années 90) et laisser leur monnaie s'apprécier. Cela entraînerait une reconfiguration de la demande au profit de la demande intérieure et une réduction de leur excédent courant.

Mais ils ont moins de raisons que la Chine de s'engager dans cette voie. Il s'est avéré très utile de disposer d'abondantes réserves pendant la crise. Certes, les lignes de crédit réciproque des banques centrales et les lignes de crédit multilatérales — telles que la «ligne de crédit modulable» créée par le FMI durant la crise — peuvent réduire le besoin de réserves. Mais ces lignes de crédit ne sont pas forcément renouvelables et n'offrent donc pas tout à fait le même degré de sécurité que les réserves. (Il serait aussi hautement souhaitable à long terme de prévoir des arrangements permettant de réduire sensiblement l'accumulation de réserves, ce qui contribuerait en outre à soutenir la reprise à court et moyen terme.) Ainsi, les pays qui ont adopté un modèle de croissance reposant sur les exportations pourraient revoir leur politique et donner une plus large place à la demande intérieure, mais tout progrès dans ce sens sera sans doute lent.

Un calcul approximatif permet de se faire une idée des grandeurs en jeu. Le PIB global des pays émergents d'Asie est équivalent à environ 50 % du PIB des États-Unis (et l'on prévoit que ce rapport passera à 70 % d'ici à 2014). Ainsi, si les pays émergents d'Asie effectuaient la totalité de leurs échanges commerciaux avec les États-Unis, ils devraient réduire leur solde extérieur courant de l'équivalent de 4 % du PIB pour améliorer le compte courant des États-Unis de, disons, 2 % du PIB (ce qui représente une baisse de 3 % du ratio consommation/PIB moins l'augmentation de 1 % de la demande américaine induite par la baisse des taux d'intérêt réels). Étant donné que les pays émergents d'Asie n'ont pas que les États-Unis comme partenaire commercial, l'ajustement devrait probablement être encore plus prononcé. Il est donc légitime de se demander si d'autres pays devraient jouer un rôle et sont en mesure de le faire.

### Quel rôle pour les pays non asiatiques?

Plusieurs autres pays, dont certains pays avancés, ont aussi des comptes courants excédentaires. Ainsi, l'excédent de l'Allemagne pour 2008 est égal à la moitié de celui de la Chine (même s'il est en diminution rapide); celui du Japon en représente le tiers.

L'Allemagne, par exemple, devrait-elle réduire son excédent? Elle ne peut pas suivre la même démarche que la Chine (appréciation de la monnaie accompagnée d'une diminution de l'épargne). En effet, en raison de son appartenance à la zone euro, l'Allemagne ne peut pas opérer toute seule une appréciation de sa monnaie. Du côté de la demande, elle se heurte dans une large mesure au même problème que les États-Unis : sa marge de manœuvre budgétaire est limitée et il est difficile de dire s'il est souhaitable ou faisable d'amener le consommateur allemand à épargner moins. L'Allemagne pourrait cependant relever la productivité dans le secteur des biens non échangeables, ce qui serait dans son propre intérêt. À terme, cela aboutirait à une réorientation de la demande au profit des biens non échangeables et réduirait l'excédent courant. Le même argument vaut pour le Japon. Mais, comme les réformes de cette nature sont politiquement délicates et qu'elles mettent du temps à produire leurs effets, le processus sera sans doute très lent — trop lent pour soutenir la reprise de façon appréciable au cours des prochaines années. Par conséquent, pour que le rééquilibrage s'opère à bref délai, il faudra qu'il vienne essentiellement d'Asie, sous forme d'une diminution de l'épargne et d'une appréciation des monnaies asiatiques vis-à-vis du dollar.

### Et si le rééquilibrage n'a pas lieu?

Ce tour du monde nous amène à tirer trois conclusions :

- Premièrement, la crise a probablement entraîné une baisse de la production potentielle. Il ne faut pas s'attendre à des taux de croissance très élevés pendant la reprise.
- Deuxièmement, pour que la reprise soit durable aux États-Unis et ailleurs, il faudra à terme un rééquilibrage des dépenses au profit des dépenses privées.
- Troisièmement, il est probable que, pour être durable, la reprise nécessitera une augmentation des exportations nettes des États-Unis et une diminution correspondante dans le reste du monde, essentiellement en Asie.

Ces trois conclusions sont discutables.

Du côté de l'offre, l'effet sur la production potentielle est très incertain. Après tout, même si l'expérience des crises passées incite plutôt au pessimisme, quelques pays ont traversé des crises bancaires sans que la production potentielle ne soit sensiblement diminuée (en revanche, d'autres pays ont subi un repli durable non seulement du niveau de leur PIB, mais aussi de son taux de croissance).

Du côté de la demande, la marge de manœuvre des pays avancés pourrait s'avérer plus grande que prévu, ce qui permettrait aux États-Unis de supporter des déficits pendant plus longtemps et de s'accommoder d'un endettement plus élevé qu'on ne le prévoit actuellement, sans que les marchés ne se préoccupent outre mesure de la viabilité de la dette. Dans ce cas, le rééquilibrage des dépenses publiques et privées pourrait se faire de façon plus progressive et laisser ainsi plus de temps pour parvenir à une nouvelle configuration de la demande mondiale. Il se pourrait aussi que la demande privée soit plus vigoureuse que prévu aux États-Unis : les consommateurs américains retrouveraient leurs vieilles habitudes et épargneraient moins. Cela aiderait à soutenir la reprise et éviterait d'avoir à ajuster fortement les exportations nettes, mais certains des problèmes à l'origine de la crise actuelle referaient leur apparition à plus long terme. Enfin, la crise pourrait déboucher sur un monde à deux vitesses, avec, par exemple, l'Asie qui retrouve un rythme de croissance soutenu tandis que les pays avancés restent empêtrés dans une reprise timide. Mais la crise, et les liens commerciaux serrés qui ont transformé un choc purement américain en une récession mondiale, laissent à penser que, si ce scénario est possible, il est peu probable.

Cela dit, même si l'on admet que ce double rééquilibrage est sans doute indispensable pour assurer la durabilité de la reprise, rien ne garantit qu'il se produise, au moins dans les proportions voulues. Par exemple, si l'Asie rechigne à réduire son excédent courant et les exportations nettes américaines ne s'améliorent pas de façon substantielle, la faiblesse de la demande privée pourrait se traduire par une reprise molle aux États-Unis. Il est probable que de fortes pressions politiques s'exerceraient alors en faveur d'une prolongation de la relance budgétaire jusqu'à ce que la demande privée se redresse.

Dans ce cas, on peut envisager divers scénarios : les pressions politiques pourraient être contenues, les mesures de relance budgétaire pourraient être retirées peu à peu et la reprise américaine serait alors très lente. On peut aussi imaginer que les déficits budgétaires durent trop longtemps, ce qui engendrerait des préoccupations quant à la viabilité de la dette, aux obligations d'État américaines et au dollar, et susciterait des sorties massives de capitaux. Le dollar pourrait se déprécier, mais de façon désordonnée, ce qui conduirait à une nouvelle période d'instabilité et de grande incertitude, qui pourrait à son tour faire dérailler la reprise.

Pour que la reprise naissante ne s'essouffle pas, il faudra probablement que de délicats rééquilibrages s'opèrent, tant à l'intérieur des pays qu'au plan international. Il sera sans doute tout aussi essentiel au cours des prochaines années qu'au pire moment de la crise de bien comprendre les enjeux et les dangers et de parvenir à un certain degré de coordination entre les pays. ■

*Olivier Blanchard est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.*