

Publié le 21 Août 2017

Nuages noirs

?10 ans après la crise, ces déséquilibres qui continuent de menacer l'économie mondiale



Le Financial Times le considère comme l'auteur de la "meilleure analyse jamais lue" de la crise de la zone euro, mais aussi comme un des plus grands experts de l'économie chinoise, l'économiste Michael Pettis répond aux questions d'Atlantico.



Avec [Michael Pettis](#)
[Voir la bio en entier](#)

Atlantico : 10 ans après le début de la grande récession, quels sont les déséquilibres macro-économiques encore en place au sein de l'économie mondiale?

Michael Pettis : Malheureusement, les déséquilibres de l'économie mondiale se sont surtout maintenus, ce qui explique que la demande mondiale soit restée faible et que celle-ci n'ait pu être soutenue que par la hausse de la dette. Au cours des dernières décennies, une distorsion significative de la répartition des revenus a laissé une part importante et croissante du revenu sous le contrôle d'un petit groupe de ménages riches. Une situation qui a été exacerbée, dans certains pays, par un processus de transferts de richesses des ménages ordinaires vers les entreprises ou vers les gouvernements locaux.

Il en résulte que les ménages ordinaires disposent désormais d'une part beaucoup plus faible du revenu national

que dans le passé, ce qui les empêche de consommer une part importante de la valeur totale des biens et des services qu'ils sont pourtant capables de produire. L'une des conséquences est que les pays où la part des ménages dans le revenu national a été le plus sévèrement réprimée - notamment l'Allemagne, la Chine et le Japon - sont contraints de créer de larges excédents et d'exporter leurs excès d'épargne. Soit vers des pays disposant de marchés de capitaux ouverts, flexibles et profonds, comme les États-Unis, le Royaume-Uni et le Canada, ou vers des pays qui font partie de l'euro et qui n'ont, en conséquence, pas pu répondre à ces déséquilibres en ajustant leurs devises ou leurs taux d'intérêt. Dans les deux cas, ces pays ne peuvent s'ajuster que sous la forme d'une augmentation de la dette ou du chômage, et c'est ce qu'ils ont fait. Prenez l'Espagne, par exemple. Avant la crise, elle a répondu aux énormes entrées de capitaux en provenance d'Allemagne par une augmentation de la dette. Après la crise, elle a réagi par un accroissement de son chômage.

Globalement, cette distorsion dans la répartition des revenus entraîne une croissance très lente du revenu ordinaire des ménages. Et la seule façon d'empêcher que la croissance de la consommation ne soit aussi lente, c'est d'encourager l'expansion du crédit au travers des Banques centrales. Et c'est exactement ce qu'elles ont fait. La faible croissance que nous avons actuellement dans le monde est largement dépendante d'une accumulation rapide de dettes, qui, dans certains pays - la Chine est le cas le plus significatif - semble avoir échappé à tout contrôle. Mais sans cette dette, nous aurions une hausse du chômage.

C'est un point important qui n'est pas toujours pleinement reconnu. Les ménages privés et les entreprises des pays développés ont légèrement réduit leurs emprunts, ce qui a amené certains économistes à suggérer que les déséquilibres qui ont mené à la crise se sont amoindris. Mais je pense que c'est une erreur d'interprétation, parce la dette mondiale a continué de croître rapidement. Le désendettement que nous avons observé chez les emprunteurs du secteur privé dans les économies avancées a été plus que compensé par une augmentation de la dette publique de ces mêmes économies et par une augmentation de la dette des pays en développement, la Chine en tête.

Vous avez longtemps défendu l'idée que la Chine et l'Allemagne se trouvent dans une situation de sous-consommation, ce qui serait équivalent à une « exportation de chômage », pourriez-vous développer cette idée ?

Oui, dans les deux pays, vous pouvez voir très clairement comment les changements dans la répartition du revenu national ont entraîné d'énormes déficits de la demande qui ne peuvent être résolus qu'en permettant une hausse du chômage domestique, ou en générant de larges excédents commerciaux et en repoussant ce déficit de la demande vers l'étranger. L'Allemagne, par exemple, a souffert d'un chômage élevé dans les années 1990. Les réformes de la main-d'œuvre de 2003-2004 ont effectivement entraîné une baisse de la croissance des salaires en faveur des bénéficiaires des entreprises, qui ont progressivement augmenté. En conséquence, la part du revenu national qui allait vers les ménages allemands a diminué, et, avec elle, la part de consommation des ménages a suivi le même chemin. L'économie allemande a progressé, en d'autres termes, non pas parce que les ménages allemands sont devenus plus riches, mais plutôt parce que les entreprises allemandes ont conservé une part plus importante du revenu national et que les ménages allemands en ont reçu une part plus faible.

La théorie économique classique nous dit qu'une telle croissance de l'économie allemande permise par la hausse des profits des entreprises doit entraîner une hausse des investissements allemands. Mais le modèle classique ne s'applique plus car il suppose une pénurie d'épargne, alors que l'investissement dans les économies avancées n'est plus limité par une telle pénurie. Dans un monde inondé d'épargne, ce sont les anticipations de croissance de la demande qui guident les investissements au sein des économies avancées, et comme la part de la consommation dans le revenu national a diminué en Allemagne, il n'est pas surprenant de constater que la part de l'investissement ait suivi le même chemin.

Parce que consommation et investissement progressent si lentement - c'est de la simple arithmétique - il n'y avait que trois chemins que l'Allemagne pouvait suivre. Le premier, c'est la possibilité offerte au gouvernement **d'augmenter considérablement ses dépenses**, en investissant dans ses infrastructures par exemple. Le second, c'est la possibilité pour l'Allemagne de **licencier des travailleurs et de réduire fortement la quantité de biens et de services qu'elle produit**. Et le troisième chemin qui s'ouvre pour l'Allemagne pour résoudre son déficit de la demande intérieure, c'est **d'exporter sa production excédentaire**. Inutile de dire que **l'Allemagne a choisi cette troisième option**, et en très peu de années, les importants déficits commerciaux qu'elle générerait sont devenus les plus importants excédents commerciaux de l'histoire.

C'est ce que je veux dire en disant que l'Allemagne «**a exporté son chômage**». Plutôt que de résoudre ses problèmes domestiques créés par la baisse du revenu des ménages dans le PIB, peut-être en stimulant les dépenses publiques, l'Allemagne a choisi **d'exporter sa production excédentaire à l'étranger**. C'est ce qui a obligé les partenaires commerciaux de l'Allemagne - comme je l'ai mentionné ci-dessus - **à choisir entre l'augmentation de leur dette ou la hausse de leur chômage**.

La Chine a été ciblée par le FMI pour ce problème, qui est lié à une situation d'endettement massif. Ces problèmes sont-ils résolus? La Chine pourrait-elle sortir d'un modèle de « dette-investissement » vers un modèle de consommation, c'est-à-dire reposant sur sa demande intérieure ?

En Chine, un certain nombre de transferts cachés **ont rendu le problème bien pire qu'en Allemagne**. Le plus important de ces transferts était sans aucun doute **les taux d'intérêt extrêmement faibles**, qui étaient même négatifs en termes réels depuis de nombreuses années. C'est ce qui explique la très forte diminution de la part de revenu national détenu par les ménages ordinaires chinois, passant de près de trois-quarts du revenu dans les années 80 à moins de la moitié au début de cette décennie. Ce qui a abouti à ce que la part de PIB détenue par les ménages chinois soit parmi les plus faibles de l'histoire.

Puisque les ménages chinois reçoivent la part de PIB la plus faible l'histoire pour une économie majeure, **il n'est pas surprenant de constater que la Chine ait aussi la plus faible part de consommation de l'histoire par rapport au PIB**. Notez que cela signifie aussi que **la Chine a le taux d'épargne le plus élevé de l'histoire**, non pas parce que les ménages chinois économisent une plus grande partie de leurs revenus que tous les autres ménages du monde, mais **parce que les ménages chinois ne reçoivent qu'une faible part de ce qu'ils produisent**, et donc, ils ne peuvent consommer que ce qu'ils ont.

Cela a laissé la Chine avec un grave problème. La consommation génère très peu de demande, et la Chine est trop grande pour que l'excédent commercial absorbe le reste de ce qu'elle produit, de sorte que la Chine **n'a d'autre choix que de maintenir des niveaux d'investissement très élevés pour stimuler la demande**. Mais, en tant que pays non développé doté de faibles institutions juridiques, financières et commerciales, la capacité de la Chine à absorber des niveaux d'investissement toujours plus élevés **est assez limitée**. Il en résulte que les niveaux d'investissement élevés et croissants de la Chine ont créé **une énorme quantité d'investissements gaspillés** avec peu de valeur productive pour le peuple chinois. Étant donné que cet investissement est financé par des emprunts, la Chine a souffert au cours de la décennie écoulée d'une augmentation spectaculaire de la dette, mais qui n'a pas été compensée par une augmentation de la capacité à rembourser cette dette.

La Chine, en d'autres termes, **est confrontée au même dilemme que toutes les autres économies majeures** : dans un monde où la demande est faible en raison d'une répartition inégale des revenus, **la Chine doit choisir entre la hausse de la dette et la hausse du chômage**. De toute évidence, le pays a choisi la première option. Mais les niveaux d'endettement en Chine sont parmi les plus élevés pour un pays en développement, et ils progressent plus rapidement que tout ce que nous avons déjà vu auparavant. **Il n'est pas évident que cela puisse durer plus que quelques années**.

Entre la voie choisie par les Etats Unis (avec Donald Trump) et par le Royaume Uni (Brexit), qui symbolisent une nouvelle idée du « protectionnisme », et la voie choisie par l'Allemagne, l'Europe et la Chine - nouveaux représentants du libre-échange- quelle pourrait être la bonne voie pour relever le défi d'une croissance plus égalitaire au sein des nations ?

Les économies fermées **répondent plus efficacement aux variations de la consommation**, tandis que les économies ouvertes **répondent plus efficacement aux variations de l'épargne**. Par-là, je veux dire que si les économies ouvertes essayent de renforcer leur demande intérieure et de réduire leur chômage en augmentant le revenu des ménages ou les salaires des travailleurs, les bienfaits de cette progression de la consommation

ruisselleront à l'étranger, tout comme les avantages d'une hausse de l'investissement intérieur. **Dans un contexte de faiblesse de la demande mondiale et d'économies excédentaires, les politiques qui entraînent une hausse du revenu des ménages ou des salaires des travailleurs ne peuvent profiter qu'à une économie protégée derrière des barrières commerciales.**

Est-il alors si surprenant de voir qu'il y a une tendance à la fermeture des économies, en particulier dans les pays où l'investissement est le moins susceptible d'être limité par l'épargne, c'est-à-dire au sein des économies avancées? Le monde n'a que trois options. Une option utopique qui consiste à ce que les grandes économies coopèrent de manière coordonnée pour augmenter les salaires et inverser les inégalités de revenus, afin de stimuler la croissance de la consommation mondiale et, avec elle, la croissance de l'investissement dans le secteur privé. Une deuxième option qui est de faire en sorte que chaque pays se batte pour obtenir une meilleure compétitivité internationale, au détriment des autres, en réduisant les salaires, soit directement, soit sous forme de dépréciation de la monnaie. **Et la troisième option serait que des pays érigent des barrières commerciales et des barrières sur les mouvements de capitaux, avant de s'engager dans des politiques qui stimulent la consommation domestique ou l'investissement dans les infrastructures domestiques.** Je suis assez pessimiste quant à la probabilité de la première option, qui ne peut même pas débiter avant que l'Allemagne, la Chine et le Japon, ne prennent des mesures pour inverser leurs politiques. Celles qui ont réprimé les revenus et la consommation des ménages si sévèrement. En ce qui concerne la deuxième option, le monde a été effectivement engagé dans de telles politiques, et celles-ci ne pourront pas continuer beaucoup plus longtemps sans que cela ne bénéficie à des candidats comme Marine Le Pen ou Donald Trump. Ce qui laisse la troisième option **comme étant la plus probable, et c'est pourquoi je continue d'être pessimiste au sujet du commerce international à moyen et long terme.** Le comportement de quelques économies majeures, qui ont cherché à stimuler leur emploi domestique en réprimant les salaires et les revenus des ménages, **a condamné le système commercial mondial à un terrible choix entre l'utopie et une rupture du commerce international.**