

Genève  
18 novembre 2010

## L'avenir à long terme des pays « avancés »

par

**Jacques de Larosière**

### **INTRODUCTION**

L'horizon à court terme qui caractérise trop souvent l'action des hommes politiques aussi bien que la réflexion des économistes nous conduit à sous-estimer l'importance des problèmes structurels auxquels sont confrontés les pays « avancés » ou « matures ». Or, ces problèmes jouent un rôle essentiel pour l'avenir de ces économies et de leurs sociétés.

Je me propose donc d'éclairer les données à long terme qui pèseront, quoiqu'il arrive, sur notre devenir et d'esquisser les orientations de politique économique et sociale qui permettraient de minimiser certaines des évolutions défavorables qui sont déjà à l'œuvre.

Beaucoup dépendra, en effet, de la façon dont les responsables politiques aborderont les défis structurels auxquels nous sommes confrontés.

Les pays sur lesquels je ferai porter mon analyse sont les économies non « émergentes » de l'OCDE. Il s'agit là d'un groupe d'économies et non pas d'Etats particuliers dont certains peuvent échapper à l'analyse globale. L'horizon retenu sera autour de 2025-2030. Je m'appuierai particulièrement sur les travaux de l'OCDE qui, à mon sens, cernent le mieux les problèmes posés. Mais je m'empresse d'ajouter que ma présentation n'a en rien l'ambition de fournir une « prévision » de ce qui se passera d'ici 20 ans. Elle se bornera à mettre en relief un certain nombre d'orientations et de facteurs « lourds » et à proposer une perspective des évolutions possibles, elles-mêmes variables en fonction des politiques suivies.

J'articulerai mon propos autour de trois thèmes :

- le déclin relatif de l'influence mondiale des pays avancés ;
- les facteurs structurels qui, de façon intrinsèque, affecteront ces pays ;
- les orientations souhaitables de nos politiques à moyen-long terme.

\*  
\* \*

### **I. Le déclin relatif des pays « avancés »**

Par opposition aux sources de déclin propres aux pays avancés - que j'aborderai plus tard -, il convient de situer la diminution de l'importance relative de ces économies face à la montée des pays émergents.

#### **1) La montée des pays émergents**

Le phénomène de la « mondialisation » - c'est-à-dire l'ouverture internationale des marchés de biens, de services, de capitaux et la circulation des personnes - a, depuis plus

d'une dizaine d'années, permis aux pays dits, à l'époque, « en développement » d'accéder au vaste potentiel de la croissance mondiale.

Il s'en est suivi une forte progression des échanges internationaux et - en raison notamment des bas coûts de main d'œuvre des pays « du sud » - d'une avancée plus que proportionnelle de ces pays dans le commerce mondial<sup>1</sup>. La montée de leurs exportations a entraîné, en retour, une poussée de leur croissance, de leur emploi et de leurs revenus.

Couplée à l'ancrage des taux de change des pays émergents sur le dollar et à la persistance de déficits de balance des paiements courants aux Etats-Unis, cette croissance des exportations nettes des pays émergents et de leurs surplus courants s'est traduite par une considérable accumulation de réserves extérieures, notamment en Chine et chez les pays exportateurs de pétrole. Les deux tiers des réserves officielles mondiales sont aujourd'hui détenues par les pays émergents (soit 5.700 milliards de dollars dont 2.600 pour la Chine). Cette situation est entièrement nouvelle. En 2000, les réserves officielles des pays émergents représentaient 36 % du total mondial (voir graphique en annexe 1).

Ces réserves dépassent les normes généralement admises. En relation avec leur endettement extérieur à court terme, les réserves en représentent 6 fois pour l'Asie, 3 fois pour l'Amérique Latine, 18 fois pour la seule Chine. Par rapport aux PIB, elles en représentent 45 % pour l'Asie.

De fait, la forte croissance des pays émergents - essentiellement tirée par leurs exportations vers les Etats-Unis - a enclenché un puissant phénomène de rattrapage. Les PIB des pays émergents représentaient 37 % du PIB mondial (en parités du pouvoir d'achat) au début des années 2000. Ils en représentent 46 % aujourd'hui<sup>2</sup>. On conçoit, en effet, qu'avec des taux de croissance annuels de 9 à 10 % pour la Chine, 7 % pour l'Inde face à une croissance moyenne des pays avancés de l'ordre de 2,5 % pendant les sept ans précédant la crise, les pays émergents renforcent leur poids dans l'économie mondiale. Ils pourraient bien en représenter 60 % dans les années 2020.

Les chiffres concernant l'Asie sont les plus saisissants. D'ici à cinq ans, les prévisions indiquent que l'économie asiatique-Pacifique (Australie et Nouvelle Zélande comprises) pèsera environ 50 % de plus qu'aujourd'hui (en parités de pouvoir d'achat), représentera plus d'un tiers de la production mondiale et sera comparable en taille aux économies des Etats-Unis et de l'Europe. En 2030, l'Asie pourrait fort bien devenir la première région économique du monde. La Chine vient de supplanter le Japon comme deuxième puissance économique.

Il faut évidemment relativiser ces prévisions de PIB en tenant compte de la richesse par habitant. Là, le tableau est différent et souligne l'importance de l'écart de revenus qui sépare encore les pays avancés des pays émergents. Le continent asiatique continue, en effet, d'abriter un pourcentage élevé des pauvres du monde. De fait, 17 % de la population des pays de l'Asie de l'Est et du Pacifique - 40 % en Asie du Sud - disposent de moins de 1,25 dollar par jour pour vivre. Mais ces écarts finiront par s'atténuer comme en témoigne le processus déjà engagé (en Chine, 60 % de la population vivaient en 1990 avec moins de 1,25 dollar par jour ; aujourd'hui, ce pourcentage n'est plus que de 16 % et devrait baisser à 6 % en 2015). Il faut avoir à l'esprit que, depuis dix ans, ce sont 400 millions de personnes vivant dans les pays connus comme les « BRICs » qui ont accédé au statut de classe moyenne (entre 6.000 et 30.000 \$ de revenus). On estime qu'au cours de la prochaine décennie, ce phénomène pourrait toucher encore un milliard de personnes.

Les pays émergents constituent le moteur principal de la croissance mondiale. Ainsi le Brésil, l'Inde et la Chine contribueront à eux seuls, en 2010-11, à raison de 1,7 % point du PIB global, à la croissance mondiale, soit près de trois fois la contribution des USA.

---

<sup>1</sup> La part des pays émergents d'Asie est passée de 7 % du commerce mondial en 1980 à 17 % en 2000 et atteindra sans doute 20 % en 2030. Quant à leur part dans le PIB mondial, elle est passée de 7 % à 10 % de 1990 à 2000.

<sup>2</sup> Sur la base des taux de change nominaux, les pays émergents représentaient 18 % du PIB mondial en 2000, 25 % en 2010 et atteindraient 45 % en 2030 (voir tableau annexe 2)

2) Ce « rééquilibrage » de la puissance mondiale doit être envisagé avec intelligence et mesure

Que la configuration économique du monde reflète mieux les rapports démographiques et se rapproche de ce qu'elle était au début du XIX<sup>ème</sup> siècle ne doit pas être vu par les pays « avancés » comme une menace ou une calamité.

Plusieurs observations peuvent être présentées à cet égard :

- sur le plan démographique, la population mondiale - aujourd'hui 7 milliards - devrait atteindre 9 milliards en 2050 selon les calculs de l'ONU. Ce sont les pays émergents qui seront à l'origine de cette croissance. Les pays « avancés » verront se renverser leur pyramide des âges : en 2030, l'âge médian atteindrait 44 ans et plus de 20 % de leur population dépasseraient 65 ans (voir tableau en annexe 2)
- la croissance des pays émergents sera, sans doute, de moins en moins tributaire de la consommation américaine et des exportations. Si les écarts de revenus évoqués ci-dessus doivent être comblés (et ils le devront ne serait-ce que pour des raisons politiques et sociales), il faudra bien que la croissance de la demande interne s'intensifie au détriment de celle de l'exportation. Ce phénomène - déjà apparent depuis deux ans - contribuera à un meilleur équilibre des balances des paiements mondiales. On sait, à cet égard, que les insoutenables déséquilibres courants ont été une des causes profondes de la crise économique et financière de ces dernières années, dans la mesure où ils ont engendré un excès de liquidité et favorisé la bulle d'endettement ;
- les besoins considérables en investissements d'infrastructure des pays émergents offrent, pour les pays avancés, une opportunité de développement substantielle. On voit avec quelle rapidité les grandes entreprises mondiales (notamment celles qui sont spécialisées dans l'énergie, l'eau, les transports, les technologies durables ...) s'installent dans des pays émergents et y exportent. Compte tenu des besoins en cause, il ne s'agit pas là d'une ouverture conjoncturelle, mais d'une tendance de fond qui marquera les décennies futures. Ce seront les entreprises les plus performantes et les plus réactives, et celles qui sauront maintenir leur avance technologique, qui seront le mieux à même de profiter le plus de ces développements ;
- ceci suppose que nos pays « avancés » mettent l'accent sur la recherche, la spécialisation et les technologies de pointe. La concurrence en ces domaines est intense. Mais il n'y a aucune raison pour que l'Occident perde la partie. Encore faut-il que nos systèmes de formation, d'éducation, d'incitations à l'efficacité et au travail soient profondément réformés. Si dans les bonnes universités américaines et européennes, c'étaient les étudiants asiatiques, acharnés au travail, qui continuaient à représenter plus de 50 % des meilleurs éléments - comme on le voit souvent aujourd'hui -, et même à dépasser ces niveaux, alors l'avance historique des pays industrialisés serait, à la longue, compromise.
- On peut ajouter aussi qu'il ne faut pas trop simplifier la question du rééquilibrage. S'il ne fait pas de doute que la part relative de la puissance économique de « l'Occident » est vouée à se réduire, il reste que :
  - les marchés financiers des pays émergents demeurent relativement <sup>3</sup> modestes et que le développement de leurs économies dépendra beaucoup des marchés de capitaux et des grandes institutions financières des pays « avancés »,
  - la prééminence de la puissance militaire américaine (et notamment de la flotte du Pacifique) continuera, malgré les efforts de la Chine en ce domaine, de jouer un rôle essentiel dans l'équilibre stratégique mondial,
  - l'importance des avoirs en dollars accumulés par les pays émergents contraint ces derniers - au risque de voir la valeur de leurs réserves s'effondrer - à une politique financière « raisonnable » et coopérative.

\*

---

<sup>3</sup> Encore que la capitalisation boursière de la Chine s'accroisse très sensiblement. Elle pourrait, selon certaines estimations de Goldman Sachs, dépasser celle des Etats-Unis dans vingt ans.

## II. Les faiblesses structurelles intrinsèques à la plupart des pays avancés assombrissent le tableau

On distingue :

- les tendances de fonds ;
- l'aggravation de ces tendances due à la crise de 2008 ;
- un « scénario de base » (assez peu volontariste) pour 2025.

### 1) Les tendances de fond expliquent la faiblesse probable de la croissance potentielle des pays avancés sur les 15 à 20 prochaines années

La croissance potentielle (c'est-à-dire celle qui assure le plein emploi sans inflation) des pays avancés s'est située dans la décennie passée autour de 2,5 à 3 % (avec d'assez fortes variations de pays à pays). Mais il faut souligner qu'une partie de cette croissance a été rendue possible par la création de forts déséquilibres (excès d'endettement privé aux Etats-Unis pour financer la consommation des ménages, détérioration générale des soldes budgétaires). Or, ces déséquilibres - on le montrera plus loin - ne sont pas soutenables à long terme.

Derrière ces déséquilibres macro-économiques, on assiste depuis plusieurs décennies à des phénomènes plus profonds qui marqueront l'avenir de nos sociétés.

Il s'agit essentiellement du vieillissement de nos populations qui s'explique par la baisse de la fécondité et par l'allongement de la durée de vie. La baisse de la natalité a évidemment une conséquence directe sur l'évolution de l'emploi. Or, l'emploi est, comme on le sait, une des clés essentielles (avec le progrès technologique) de la croissance potentielle de toute économie.

Ce phénomène démographique - en réduisant la part des actifs et en augmentant celle des retraités - aggrave les déséquilibres financiers puisqu'il fragilise les systèmes de retraite et de protection sociale et alourdit les charges budgétaires<sup>4</sup>. Les perspectives d'évolution de l'emploi dans les pays avancés sont, au total, préoccupantes. De 2012 à 2025, selon l'OCDE, dans l'hypothèse où l'on prolongerait les politiques actuelles, le chômage structurel ainsi que le taux de participation au travail resteraient inchangés. Quant à la population en âge de travailler, elle n'augmenterait que très marginalement (0,3 % pour l'ensemble des pays avancés<sup>5</sup>).

### 2) Mais ces tendances sont encore aggravées par les effets de la crise récente.

La crise financière de 2007-2008 a eu des conséquences profondes - et durables - sur la croissance et l'emploi. Le différentiel de croissance entre 2007 et 2009 a été de - 4,5 % aux Etats-Unis, de - 6,9 % dans l'Union Européenne et de - 7,6 % au Japon (par contraste, la Chine et l'Inde ont connu une croissance respective de 8,7 % et de 6,9 % en 2009).

La hausse du chômage a été spectaculaire dans les pays avancés (notamment aux Etats-Unis et dans la zone euro où le chômage oscille autour de 10 %, la Suisse faisant exception avec un taux de 4,5 %).

Or l'expérience des crises passées montre qu'après une telle explosion du sous-emploi, le retour à la tendance normale est durablement retardé (notamment pour les jeunes et les seniors). Cet effet d'hystérésis contribue à augmenter le chômage structurel (les employés restés longtemps au chômage ont plus de difficultés à retrouver un emploi).

---

<sup>4</sup> Le vieillissement de la population entraîne un surcroît des dépenses (notamment en matière de santé et de dépendance) qui a été chiffré - sur la période 2010-2025 - à 2 % du PIB aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, à 2,5 % en Allemagne, Italie et Canada, à 1,8 % en France.

<sup>5</sup> De ce dernier point de vue, les Etats-Unis - pays d'immigration - sont mieux placés (+ 0,8 point) que la zone euro (- 0,1). Voir rapport annuel de l'OCDE 2010 - Chapitre 4.

L'OCDE a calculé que la crise résultera, pour les pays avancés, en une baisse permanente du niveau de la croissance potentielle sur les années à venir. L'étendue de cette perte est évidemment très incertaine. Mais les calculs suggèrent une baisse du niveau du PIB potentiel de l'ordre de 3 %.

Environ 2 points de pourcentage de ce chiffre viendraient d'une hausse du coût du capital qui se traduit toujours par une baisse de la productivité. ½ % résulterait de la viscosité de l'emploi mentionné ci-dessus.

Les estimations de l'OCDE, dans son scénario de base fondé sur des hypothèses d'ajustement relativement modestes et en ligne avec certaines politiques actuelles, font état d'un potentiel de croissance de la zone euro de 1,9 % en moyenne pour la période 2012-2025 contre 2,5 % avant la crise (pour les Etats-Unis, la croissance potentielle se situerait à 2,3 % contre 3,5 % avant la crise <sup>6</sup>).

De tels taux de croissance ne sont suffisants :

- ni pour éliminer à long terme le chômage structurel ;
- ni pour résoudre par l'expansion les problèmes d'endettement public.

### 3) Ce scénario de base conduit, en effet, à une aggravation insoutenable des déséquilibres financiers publics

Que nous enseigne ce scénario ?

Avant de répondre à cette question, un mot sur l'hypothèse retenue en matière de correction budgétaire. L'OCDE a retenu, dans son scénario de base, un effort de consolidation de ½ % du PIB par an (plus ou moins en ligne avec les actions actuelles) afin d'aboutir, sur le moyen terme, à une stabilisation du ratio d'endettement public sur PIB. Mais, en raison des niveaux élevés de ce ratio - aggravé par la politique de stimulation budgétaire de 2008-2009 -, l'OCDE montre qu'il faudra des années pour y parvenir (14 ans pour les Etats-Unis et le Royaume Uni, 8 pour la France, 3 pour l'Allemagne) et qu'avant d'atteindre cet objectif, le ratio d'endettement public continuera d'augmenter (ainsi aux Etats-Unis, le ratio passerait de 70 % du PIB en 2008 à 129 % entre 2021-2025 avant de se stabiliser à ce niveau. Les chiffres pour la zone euro passeraient de 76 % en 2008 à 100 % en 2015, après quoi ils se stabiliseraient) <sup>7</sup>. L'annexe 3 montre l'ampleur de ces augmentations de la dette publique de 2009 à 2025.

Or, de tels niveaux de dette publique ne sont pas soutenables :

- en effet, les marchés ne laissent pas impunies l'aggravation et la persistance de pareils niveaux de dette publique. On peut considérer que, lorsque le ratio d'endettement public dépasse 75 % du PIB, les taux d'intérêt à long terme augmentent de 4 points de base pour chaque point de pourcentage additionnel de dette publique. Toutes les études convergent sur ce point (à l'exception du Japon qui échappe à cette norme en raison de son exceptionnel taux d'épargne intérieur).
- Cette hausse des taux d'intérêt associée à la montée de la dette publique qu'implique le scénario de base aurait un effet très négatif sur la croissance future et, par là même, aggraverait les problèmes budgétaires (l'économiste Rogoff a montré les effets négatifs sur la croissance lorsque la dette publique avoisine 90 % du PIB <sup>8</sup>).

\*

\* \* \*

---

<sup>6</sup> Ces prévisions sont un peu plus optimistes que les calculs de Dale Jorgenson de Harvard qui évaluent - avec les mêmes gains de productivité que dans le passé - la croissance potentielle des pays riches du G7 à 1,45 % par an sur les dix prochaines années (contre 2,1 % entre 1998 et 2008).

<sup>7</sup> Les disparités de ratios de dettes publiques sur PIB en 2025 entre pays de la zone sont fortes : UK, Italie : 130 % - France : 120 % - Allemagne : 90 %.

<sup>8</sup> D'autres économistes sont parvenus à des conclusions plus sombres. Ayant analysé 99 pays depuis 1980, MM. Caner et Grennes (de l'Université d'Etat de Caroline du Nord) ainsi que M. Fritz Koehler-Geib (de la Banque Mondiale) considèrent que le seuil d'endettement public à ne pas dépasser est de 77 % du PIB.

### III. Il faut donc changer de politique pour sortir de cette impasse et ne pas se contenter des ajustements relativement modestes actuellement amorcés

La situation est claire.

1) Les déficits publics de la plupart des pays avancés (hormis des pays comme la Suisse ou le Canada) ont atteint des niveaux intolérables. Ces déficits sont loin d'être le seul reflet de la conjoncture : ils sont en très grande partie structurels. A cet égard, les pays les plus touchés par ce phénomène structurel sont, en dehors des Etats-Unis, la Grande Bretagne (9 % du PIB de déficit structurel), l'Espagne (- 8,7 %), la France (- 8 %) alors que l'Allemagne se situe à - 2 %, déficit structurel qui devrait être résorbé d'ici 2015.

2) Faute d'un effort d'ajustement budgétaire nettement plus marqué (que celui du scénario de base), les solutions alternatives poseraient plus de problèmes qu'elles n'en résoudraient.

A quoi peut-on penser ? Deux solutions alternatives sont parfois évoquées :

- la restructuration de la dette publique. Je cite seulement cette solution pour mémoire. Elle aurait, en effet, des conséquences dévastatrices sur l'accès futur aux marchés financiers des pays qui songeraient à y recourir. Leur croissance future en serait très durablement affectée ;
- l'autre voie, qui est parfois préconisée parmi certains économistes - même au sein du Fonds Monétaire International -, consisterait à laisser monter l'inflation, au besoin par de la création monétaire pure (quantitative easing) ce qui, par définition, diminuerait la valeur réelle de la dette des Etats. Mais cette vieille recette spoliatrice, à laquelle on a eu trop souvent recours dans le passé, se heurte aujourd'hui à des obstacles nouveaux. En premier lieu, l'efficacité de l'arme inflationniste s'est réduite du fait du raccourcissement des échéances de la dette publique et de l'usage répandu de l'indexation sur l'inflation du remboursement du capital.

En second lieu, n'oublions pas que les mouvements de capitaux sont libres et que les investisseurs pourront toujours choisir les instruments financiers les plus sûrs et les plus stables. De ce point de vue, la globalisation agit comme un puissant vecteur d'arbitrage entre bonnes et moins bonnes signatures.

En troisième lieu, l'inflation est incompatible avec les missions des Banques Centrales indépendantes qui ont pour mandat de préserver la stabilité monétaire. En cas de retour à l'inflation - par dépenses budgétaires -, la politique monétaire - à moins que soient complètement changés les statuts des Banques Centrales - ne pourrait que se durcir et se traduire par un relèvement des taux d'intérêt.

A son tour, cette hausse des taux agirait négativement sur la croissance à long terme et ne ferait donc que compliquer les problèmes posés. Paradoxalement, ceux qui préconisent le recours à l'inflation sont souvent les mêmes qui soulignent la nécessité d'accélérer la croissance économique pour enclencher un cercle vertueux. Ce qu'ils ne voient pas, c'est qu'à partir d'un certain niveau de dette, cette sortie par la croissance à base d'endettement serait elle-même compromise - en dehors des effets liés au vieillissement de la population - par la hausse des taux d'intérêt qui résulterait de la continuation du laxisme budgétaire.

A cet égard, les effets d'éviction exercés sur les marchés financiers par des emprunts publics disproportionnés ne pourraient que freiner les investissements à long terme dont nos sociétés vont avoir besoin d'ici les prochaines années (énergie, recherche, climat ...<sup>9</sup>).

D'une façon plus générale, l'expérience montre que l'inflation n'est pas, sur le long terme, propice à la croissance économique. L'inflation des années 70 s'est soldée par de la stagflation et non de la croissance. Les premières victimes de l'inflation sont, du reste, les détenteurs de revenus fixes et en particulier les salariés dont le pouvoir d'achat se réduit toujours dans les périodes d'inflation.

L'idée « qu'un peu plus d'inflation » favoriserait l'emploi a montré son inefficacité.

---

<sup>9</sup> Pour les prochaines années, la Banque Mondiale chiffre à 40 milliards d'euros les nouveaux besoins annuels d'investissement en infrastructures en Europe et à 60 milliards les besoins de remplacement et d'entretien d'infrastructures existantes.

Je sais que nombreux sont les économistes qui brandissent le spectre de la déflation pour préconiser la relance budgétaire et monétaire. Ils fondent leurs craintes sur les excédents actuels de capacité, sur les effets de la politique de consolidation budgétaire et sur le « deleveraging » des emprunteurs privés.

Je suis, pour ma part, beaucoup plus nuancé dans ce débat. D'abord il n'est pas exact de dire que le monde « avancé » est au bord de la déflation. En dehors du Japon, il s'agit bien plutôt d'un mouvement de « désinflation » que de baisse générale des prix. Ensuite, n'oublions pas que le monde émergent - qui représente 25 % de la consommation mondiale - est en situation de surchauffe et d'inflation.

Il faut souligner aussi qu'après l'énorme croissance du crédit à laquelle nous avons assisté depuis une quinzaine d'années, il est naturel que les particuliers et les entreprises cherchent à se désendetter. Ce phénomène du « deleveraging », de réparation des bilans, est inéluctable et se traduit, évidemment, par un ralentissement de la consommation. Il a commencé aux Etats-Unis où le niveau actuel d'épargne des ménages (6 % des revenus disponibles) se rapproche de ceux historiquement constatés (9 % en moyenne). Les grands pays les plus endettés (en termes de dette privée et publique) sont les plus touchés par ce phénomène. Il s'agit au premier chef des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne.

Mais vouloir interrompre, par de la création monétaire, ce processus, fondamentalement sain de la reprise de l'épargne <sup>10</sup>, présente de grandes difficultés et le succès d'une telle entreprise est loin d'être assuré. On peut se demander, comme l'économiste Rajan de Chicago, si la distribution de crédits par la Fed à taux zéro est susceptible de relancer l'économie. Une telle politique aurait peut-être des effets de relance à très court terme, mais sans lendemain.

Cette discussion ne saurait être dissociée de celle des mouvements de change. Plus certaines devises se déprécient (ou sont, de fait, incitées à se déprécier à la suite de l'annonce répétée de futures actions de « quantitative easing »), plus l'inflation importée tend à croître et plus l'exportation est relancée chez ceux qui jouent ce jeu ... Mais si nous voulons maintenir un monde ouvert, il est vital d'éviter ces formes de « beggar thy neighbour policies » qui ont joué un rôle si néfaste entre les deux guerres. De ce point de vue, les politiques nationales que nous voyons se développer sur les marchés des changes ces derniers temps sont inquiétantes. Déjà certains pays mettent en place des contrôles des changes ou des réglementations dissuasives à l'entrée de capitaux. Quant à l'euro, son appréciation contre le dollar équivaut à un durcissement de la politique monétaire de la zone et pèse sur sa capacité exportatrice. Une nouvelle donne monétaire internationale s'impose à l'évidence.

En fin de compte, revenir sur l'objectif de stabilité monétaire - qui a prévalu depuis trente ans - pour tenter de relancer l'inflation me paraît non seulement aléatoire mais dangereux. En période d'inflation - si on parvenait à la susciter -, les pronostics d'inflation future sont, par nature, incertains, les investisseurs à long terme hésitent à s'engager, les valeurs refuge flambent, les revenus fixes fondent et ne parviennent jamais à « rattraper » la hausse des prix ... et l'économie générale en pâtit.

On peut ajouter, dans la conjoncture actuelle, qu'une nouvelle vague de « quantitative easing » décidée au Japon et probable aux Etats-Unis se traduira sans doute par une accentuation des sorties de capitaux vers les marchés financiers des pays émergents. Afin de contenir la hausse de leurs devises, ces derniers interviennent sur leurs marchés des changes. En cela, ils favorisent la création de liquidités (car les interventions ne sont jamais entièrement stérilisées). Quant aux marchés boursiers, ils ont tendance à s'emballer du fait des entrées de capitaux extérieurs. Ce phénomène est donc de nature à entretenir la bulle naissante des marchés financiers émergents. Il ne fera rien non plus pour réduire les déséquilibres mondiaux car l'analyse a montré que le laxisme monétaire a une plus forte influence sur la production que sur l'investissement (dans ces pays, la capacité exportatrice et l'excès d'épargne ont, de fait, tendance à s'accroître).

---

<sup>10</sup> On estime, sur la base de l'expérience des crises passées, qu'il faut, en moyenne, sept ans pour que les niveaux d'endettement retrouvent des chiffres tolérables.

Il faut donc des solutions plus courageuses.

3) L'esquisse de politiques d'ajustement susceptibles d'améliorer durablement la croissance potentielle

L'OCDE a proposé un autre scénario d'ajustement. Au lieu de se borner à consolider les budgets au rythme de ½ % du PIB par an et d'attendre 2025 pour que le ratio de dette publique se stabilise à son nouveau niveau - bien plus élevé qu'aujourd'hui (18 % du PIB de plus pour l'ensemble des pays avancés) -, il s'agirait de revenir en 2025 aux niveaux d'endettement public d'avant la crise.

Le besoin de consolidation budgétaire - qui devrait porter, en priorité, sur la réduction des dépenses publiques - serait, dans cette hypothèse, un peu supérieur en moyenne à un point de pourcentage de PIB par an. La Grande Bretagne, les Etats-Unis, le Japon et la France auraient les plus fortes contributions à fournir. Voir annexe 4.

Mais les résultats positifs d'un tel scénario sont loin d'être négligeables pour l'avenir de nos économies :

- par rapport au scénario de base, la croissance annuelle du PIB de l'OCDE augmenterait de 0,3 à 0,4 % par an pendant la période 2011-2025 (ce qui, en cumulé, est considérable) et aurait un effet positif sur l'emploi ;
- les déficits budgétaires (- 6 % du PIB de l'OCDE en 2010) s'amélioreraient (+ 1,8 % aux Etats-Unis en 2025, + 0,5 % pour la zone euro, + 1,1 % pour l'OCDE) ;
- ce qui ramènerait la dette publique à des niveaux plus tolérables : 75 % du PIB des Etats-Unis en 2025 et 76 % pour la zone euro (contre respectivement 129 % et 101 % dans le scénario « business as usual ») ;
- les balances des paiements courants mondiales retrouveraient une structure beaucoup plus saine (- 1 % du PIB aux USA et surplus de 3 % du PIB pour la Chine), ce qui contribuerait à stabiliser les mouvements de change <sup>11</sup>.

A cet égard, il faut rappeler qu'avec un taux d'épargne des ménages de 6 % des revenus disponibles aux Etats-Unis (ce qui représente 4,5 % du PIB) et un taux d'épargne des entreprises de 3 %, l'épargne privée s'élèverait à 7,5 % du PIB. Mais les besoins d'emprunts du Gouvernement pour financer son déficit sur le reste de la décennie absorberont 5 % du PIB. Il resterait donc une épargne nationale de 2,5 %. Or, cette épargne ne suffira pas à financer les besoins d'investissement nécessaires. A moins que le gouvernement fédéral se décide à réduire ses déficits - comme il est proposé ici -, il en résultera que les Etats-Unis seront encore dépendants des entrées de capitaux extérieurs. Si tel devait être le cas, les risques systémiques liés aux déséquilibres internationaux continueront à menacer la stabilité de l'économie mondiale.

Ce scénario suppose des mesures relativement fortes au cours des premières années (« upfront measures ») et cela tant dans le domaine structurel que budgétaire. C'est la réduction des dépenses publiques improductives qui devra être privilégiée. C'est elle - bien plus que les hausses d'impôts - qui rassure les marchés et entraîne très vite des baisses de taux à long terme.

Les effets seraient très marqués dès la cinquième année des programmes recommandés. Ainsi, à l'horizon de 2015, la croissance de la zone euro atteindrait 2,5 % (contre un peu plus de 1 % en 2010) et le déficit budgétaire reviendrait en dessous de la barre de 3 %.

Ce scénario est-il irréaliste ? Je ne le crois pas. Dans le passé - récent et moins récent - des ajustements budgétaires annuels, de l'ordre de 1 % du PIB, ont été réalisés avec succès (le cas du Canada en est un parmi d'autres) Et, surtout, les avantages en termes de croissance dépasseraient largement les éventuels inconvénients conjoncturels récessifs à court terme résultant de tels efforts.

A cet égard, les économistes s'accordent de plus en plus à reconnaître que les plans de relance à base d'endettement n'ont eu qu'une très faible influence sur la conjoncture. Ainsi, l'économiste américain John B. Taylor a écrit récemment : « Fiscal policy should avoid

---

<sup>11</sup> Ce scénario combine les effets de la consolidation budgétaire, des réformes structurelles et des réalignements nécessaires des taux de change.



further debt-increasing stimulus packages which do little to stimulate employment or GDP <sup>12</sup> ». Il faut lire aussi les travaux du Prof. Harald Uhlig de Chicago qui montrent l'effet négatif sur la croissance des augmentations de dépenses budgétaires (multiplicateur négatif)<sup>13</sup>. L'idée selon laquelle les marchés financiers doivent, en priorité, financer l'économie productive et non les dépenses publiques de fonctionnement gagne du terrain. De fait, un certain nombre de gouvernements commencent à envisager sérieusement un tel scénario de redressement budgétaire. La France vient, ainsi, de présenter un budget dont le déficit baisserait de 1,7 % du PIB en 2011. La Grande Bretagne, quant à elle, vient de décider d'éliminer son déficit public structurel (100 milliards £) en quatre ans. Les Etats-Unis, profitant du statut international du dollar, continuent de croire (ou feignent de croire) qu'ils peuvent pratiquement emprunter sans limite à l'extérieur en leur propre monnaie. Mais, à terme, cette position est sans issue. Le statut du dollar ne sera préservé que si l'économie américaine se renforce et ne s'engage pas trop loin dans le cycle infernal de l'endettement public et de la dépréciation de sa devise. Les autorités fédérales risquent de réaliser, plus tôt que certains ne le pensent, que le dollar « est devenu leur problème ». Couplés à des politiques structurelles encourageant notamment la recherche et l'éducation (ce qui suppose un redéploiement des dépenses publiques souvent inefficaces et mal employées) et rééquilibrant les systèmes de retraites - notamment en retardant l'âge de départ en retraite - et de santé, ces ajustements budgétaires apparaissent comme essentiels.

\*  
\*   \*

En conclusion, une telle réorientation des politiques suppose quatre conditions :

1. que les responsables expliquent les enjeux et le bien fondé de leurs choix ;
2. que les efforts d'ajustement soient équitablement répartis (à cet égard, une augmentation des impôts sur les hauts revenus apparaît inévitable, notamment aux Etats-Unis) ;
3. que ces actions soient intégrées dans des plans à plus long terme connus, compris et suivis ;
4. que les responsables procèdent de façon aussi coordonnée que possible sur le plan international (G20). C'est là que la redistribution des demandes internes mondiales (davantage de dépenses de consommation dans les pays émergents, davantage d'épargne et d'investissement dans les autres pays et surtout aux Etats-Unis) et que la stabilisation du taux de change prennent toute leur importance. Le rôle du FMI en matière de surveillance multilatérale devrait, à cet égard, être renforcé.

---

<sup>12</sup> Cf. : "International Economy" Summer 2010 p. 9

<sup>13</sup> American Economic review - May 2010.