

# UN DÉSÉQUILIBRE stable

Mohamed A. El-Erian

**L**ES DÉSÉQUILIBRES mondiaux ont un peu diminué ces dernières années, plutôt du fait du ralentissement économique que de mesures délibérées. Ils restent toutefois obstinément élevés et il est de plus en plus à craindre que, comme avant la crise, le monde ne se complaise dans une pernicieuse inaction.

Avant la Grande Récession, ces déséquilibres étaient largement reconnus, mais personne ne cherchait sérieusement à y remédier. Le FMI a bien tenu des consultations avec des pays accusant des déficits de balance des paiements énormes et persistants, tels les États-Unis, et d'autres qui affichaient des excédents considérables, comme la Chine et les gros exportateurs de pétrole. Mais ces consultations n'ont pas donné grand-chose.

Trop de gens se fourvoient par ailleurs en arguant de «raisons particulières» pour lesquelles cette situation, historiquement intenable, allait pouvoir perdurer. En fait, les déséquilibres ont fini par attiser la crise économique mondiale.

De nouveau, le risque est grand que rien ne soit fait pour corriger la situation — cette fois non pas seulement par insouciance, mais aussi parce que les économistes et les décideurs n'arrivent pas à s'accorder sur une analyse commune. Or, sans une grille de lecture partagée, les pays excédentaires et déficitaires auront du mal à s'entendre sur un plan d'action efficace et sentir une responsabilité conjointe.

Il arrivera un moment où les pays déficitaires pourront difficilement continuer à dépenser beaucoup plus qu'ils ne reçoivent. Dans le même temps, les pays excédentaires se rendront compte que leurs excédents persistants compromettent leur future croissance. Pour les uns comme pour les autres,

les déséquilibres deviendront intenable au point de bouleverser gravement l'économie mondiale.

## Une reprise lente

Le monde ne s'est pas encore complètement remis de la crise financière de 2008. Les pays avancés se débattent encore avec une croissance atone, des créations d'emplois insuffisantes et une montée des inégalités de revenu et de richesse. Les risques géopolitiques, y compris ceux qui font grimper les cours pétroliers, se sont accrus. Et trop de politiques aux États-Unis et en Europe tergiversent et ergotent au lieu d'élaborer des solutions aux problèmes structurels qui minent l'emploi et la croissance.

Les pays émergents continuent à surclasser les pays avancés, mais leur rythme d'expansion ralentit. Cela tient en partie aux problèmes des pays avancés, mais aussi aux difficultés inhérentes à ce que Michael Spence, lauréat du Prix Nobel, appelle la «transition du revenu intermédiaire», lorsque les coûts de production d'un pays augmentent, de sorte qu'il lui est plus difficile de rivaliser avec les pays à faible revenu, tandis que ses capacités institutionnelles ne lui permettent pas encore de s'aventurer sur le territoire des pays avancés.

Or, dans ce contexte économique mondial, la correction des déséquilibres des paiements mondiaux qui s'était amorcée après la crise financière n'a pas maintenu son rythme (graphique), et la composition des déséquilibres est semblable à ce qu'elle était avant la crise, ce qui est inquiétant.

Si correction il y a eu, c'est pour des raisons négatives et non positives. Elle est due aux effets de la Grande Récession sur la demande dans les pays avancés, les déficits commerciaux



**La persistance d'excédents et de déficits de paiements considérables menace à terme le bien-être économique et la stabilité financière**

de pays tels que les États-Unis baissant alors que le chômage montait et se maintenait à des niveaux exceptionnellement élevés. Le mouvement s'est en partie inversé lorsque ces pays ont commencé à se redresser — non pas à la faveur de réformes soutenues, mais en grande partie grâce à des injections massives de liquidités par les banques centrales et à la baisse irréversible du taux d'épargne des ménages.

Les États-Unis sont encore à l'origine d'une bonne part des déficits : un tiers aujourd'hui, contre la moitié avant la crise. De l'autre côté de l'équation, cinq pays seulement détiennent la moitié des excédents, comme avant la crise.

Le déséquilibre bilatéral le plus délicat et systémique — la balance commerciale Chine-États-Unis — a empiré et dépasse maintenant la moyenne de 2006-08. Par ailleurs, le déséquilibre marqué entre l'Allemagne et les pays de la périphérie de l'Europe continue à aggraver une crise régionale déjà complexe et déroutante.

### Explication des déséquilibres

Aucun consensus ne se dégage sur les causes ni sur la signification de la persistance des déséquilibres, pas plus que sur les moyens d'y remédier. Les économistes semblent en fait plus en désaccord que jamais.

En l'absence d'une analyse commune, il ne faut pas s'étonner que les initiatives politiques aient aussi été décevantes. Dans un pays après l'autre, les considérations intérieures ont pris le

pas sur les préoccupations mondiales. La grande époque de la coordination internationale qui a culminé en avril 2009 avec le Sommet très productif du Groupe des 20 pays avancés et émergents (G-20) à Londres a fait place à une succession de réunions plutôt fades. Et, comme le Programme d'évaluation mutuelle que le G-20 a demandé au FMI d'encadrer est encore en pleine mutation, le manque de décisions n'a guère fait progresser la résolution des déséquilibres mondiaux.

Les théoriciens expliquent par divers facteurs tant l'apparition et la persistance des déséquilibres mondiaux que l'incapacité de les corriger. Cela complique la tâche des décideurs qui se débattent déjà avec des outils imparfaits et une marge de manœuvre réduite, après avoir pris des mesures budgétaires et monétaires, sans conteste, exceptionnellement volontaristes pour prévenir une dépression mondiale.

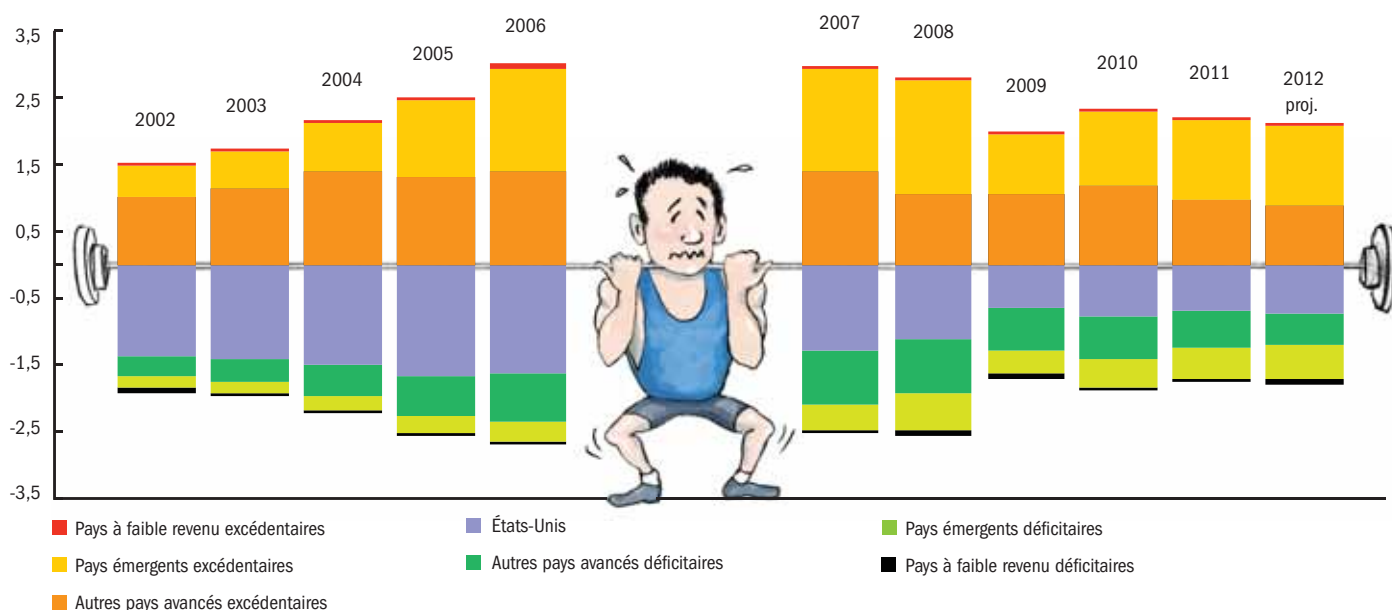
Selon certains experts, les déséquilibres mondiaux résultent de choix de politique macroéconomique. D'autres soulignent le rôle structurel de l'épargne nationale et la facilité avec laquelle les capitaux excédentaires peuvent aller s'investir au-delà des frontières. D'autres enfin considèrent que les déséquilibres tiennent à l'obsolescence croissante de la structure du système monétaire international.

Aucune explication ne domine le débat des économistes ni ne recueille une masse critique d'avis concordants, ce qui est davantage le signe de la confusion ambiante que de l'échec de la profession.

### Les déséquilibres persistent

Les déséquilibres de balance des paiements mondiaux n'ont pas continué à diminuer après la Grande Récession.

(déséquilibres courants, en pourcentage du PIB mondial)



Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale* (2012).  
 Note : L'écart statistique mondial n'apparaît pas dans ce graphique.

L'économie mondiale passe actuellement par une phase de réalignements *séculaire et structurel* aux niveaux national, régional et international, les pays émergents prenant le relais des pays avancés plus anciens en termes de dominance et de dynamisme relatifs. Ces réalignements s'opèrent durant une période de ralentissement économique exceptionnel qui a donné lieu, dans les pays avancés s'efforçant de sortir de la récession, à un degré d'expérimentation encore impensable il n'y a pas si longtemps. Cela explique aussi les brusques fluctuations des marchés, les investisseurs alternant entre l'appétit et l'aversion pour le risque.

## Perspectives

Dans ces circonstances, on ne peut guère attendre mieux des pays excédentaires et déficitaires dans les mois qui viennent que des demi-mesures, et non des initiatives de vaste portée et à long terme.

L'économie américaine va continuer à se remettre peu à peu de la crise, mais il ne faut pas compter sur un train de réformes structurelles qui serait nécessaire pour déboucher sur une croissance vigoureuse et soutenue. En Europe, le débat portera sur les réformes, mais les questions de financement resteront prédominantes. Et dans les pays émergents, la frilosité

## On ne peut guère attendre mieux des pays excédentaires et déficitaires dans les mois qui viennent que des demi-mesures, et non des initiatives de vaste portée et à long terme.

causée par l'incertitude de la conjoncture mondiale exclura tout effort majeur pour réorienter la politique économique en faveur des consommateurs et des producteurs.

Sauf catastrophe économique, il est difficile d'envisager une grande variation du niveau ou de la composition des déséquilibres mondiaux à court terme. Le scénario le plus probable est que tout restera en l'état.

Ces perspectives à court terme sont loin d'être rassurantes. De fait, la plupart des experts s'accordent sur l'idée que la persistance des déséquilibres risque d'exposer l'économie mondiale à de soudaines interruptions des flux d'investissements, comme au quatrième trimestre de 2008. À l'époque, les flux en direction des pays émergents ont stoppé et les investisseurs ont cherché refuge dans des instruments tels que les titres du Trésor américain; or c'est ce qui s'est produit tout récemment en Europe.

Les pires craintes ont trait à la fragmentation monétaire en Europe et à l'aggravation des conditions de financement des États-Unis. Chacun de ces risques à faible probabilité

entraînerait des bouleversements catastrophiques, dont les retombées n'épargneraient aucun pays. Les économistes relèvent aussi des risques croissants de guerres monétaires et de protectionnisme (craintes maintes fois exprimées par le Ministre des Finances brésilien, Guido Mantega).

Les déséquilibres mondiaux peuvent être qualifiés de «déséquilibre stable». Ils peuvent persister pendant quelque temps. Mais si c'est le cas, l'économie mondiale continuera à s'éloigner de l'équilibre propice à un niveau élevé de croissance mondiale, à la création durable d'emplois et à la solidité financière.

## Deux voies possibles

Il y a deux moyens de résoudre le paradoxe inhérent — et au bout du compte intenable — d'un déséquilibre stable à moyen terme.

La solution désagréable suppose que les pays avancés retombent en récession. Cela pourrait résulter d'une nouvelle flambée de la crise de la dette de l'Europe, de nouvelles envolées des cours du pétrole à cause de bouleversements géopolitiques, ou d'un accident des marchés dû à l'effet de levier encore excessif dans certains établissements et compartiments du marché. Les ripostes seraient inévitablement moins efficaces, maintenant que les bilans des banques centrales ont enflé jusqu'à atteindre 20 % à 30 % du PIB dans les principaux pays avancés, lesquels continuent au demeurant d'afficher des déficits et un endettement élevés.

La solution préférable suppose que les décideurs agissent de manière volontariste et préventive. Elle comporterait trois volets : une attaque simultanée sur les enjeux à court et à long terme; une série de corrections à mi-parcours, lorsque l'on disposera de plus d'information sur les effets de cette action; et un degré élevé de coordination internationale, dans laquelle le FMI jouerait un rôle plus efficace et affirmé de chef d'orchestre, de diffuseur d'information et de conseiller de confiance.

Selon ce scénario, les États-Unis renouent avec la compétitivité et la croissance, l'Europe se réforme en une union économique plus robuste et harmonieuse et les pays émergents d'importance systémique encouragent leurs classes moyennes à consommer ainsi qu'à produire. Il faudrait que tout cela ait lieu en même temps, et que le FMI fasse office de coordinateur efficace et crédible.

Il ne faut pas sous-estimer les bienfaits potentiels d'une réorientation aussi radicale. Non seulement cela lèverait les obstacles qui ont à maintes reprises miné la santé de l'économie mondiale et l'ont exposée à des crises financières, mais cela aurait aussi l'avantage d'attirer les capitaux privés considérables qui sont actuellement sur la touche. Un tel afflux de capitaux doperait encore l'investissement, la production, l'emploi, le commerce international et une répartition plus juste du revenu.

Le bien-être de millions de personnes de par le monde dépend de la volonté de la communauté internationale de relever ce redoutable défi. ■

*Mohamed A. El-Erian est Président directeur général et Codirecteur des placements de la firme mondiale de gestion de placements Pimco, qui gère 1.800 milliards de dollars d'actifs.*