



# La croissance après la crise

Francesco Giavazzi

**Qui prendra le relais du consommateur américain pour faire redémarrer l'économie mondiale?**

En photo, dans la région de Washington, centre commercial vide un vendredi après-midi.

**M**OTEUR de l'économie mondiale durant des décennies, la consommation américaine semble avoir amorcé un repli durable.

Quelques chiffres parlants : la consommation privée américaine a atteint environ 10.000 milliards de dollars en 2008, contre 9.000 milliards pour l'Union européenne. La consommation asiatique était inférieure à 5.000 milliards. Avant la crise, la consommation privée américaine représentait environ 16 % de la production mondiale. Il n'est pas surprenant que la frugalité des consommateurs américains ait poussé l'économie mondiale dans une profonde récession. Il n'est pas surprenant non plus que l'expansion de la demande dans les pays émergents — comme la Chine, l'Inde et le Brésil —, quoique grandissante, ne puisse compenser la baisse de la consommation aux États-Unis.

Christopher D. Carroll, économiste de l'université John Hopkins, qui étudie le comportement des consommateurs américains depuis plus de dix ans, prévoit que les ménages américains, effarouchés par la récession, porteront leur épargne à environ 4 % du revenu disponible, après impôts. C'est le niveau de l'épargne des ménages au milieu des

années 90, avant les folles dépenses qui l'avaient réduite à près de zéro dans les années précédant la crise. Le revenu disponible est d'environ 70 % du PIB, de sorte qu'une augmentation de 4 % du taux d'épargne des ménages se traduirait par une baisse de leur consommation d'environ 3 % du PIB.

Pour compenser la baisse de la consommation et la réduction des investissements des entreprises, nombre de gouvernements ont stimulé les dépenses publiques et réduit les impôts, creusant ainsi le déficit public. Mais leurs mesures de relance sont une solution à court terme. Le déficit est insoutenable à long terme. Pour qu'il y ait prospérité, les dépenses des ménages et des entreprises devront tôt ou tard se redresser. En fait, même si la demande privée n'est pas encore remontée, les décideurs se demandent comment et quand commencer à dénouer leurs mesures de relance et ramener le solde budgétaire vers l'équilibre sans provoquer une autre récession mondiale (voir «Comment entretenir la reprise mondiale» dans ce numéro).

Comment le monde compensera-t-il une réduction de la demande mondiale de l'ordre de 3 % du PIB américain lorsque les gouvernements

amorceront leur inévitable rééquilibrage budgétaire? C'est le gros problème qui se pose aux décideurs et aux économistes.

Nombre d'observateurs pensent que la solution à moyen terme réside dans une augmentation de la demande intérieure chinoise, laquelle semble toutefois peu probable. Pendant un certain temps au moins, la Chine ne pourra pas compenser une réduction de la demande de l'ordre de 3 % du PIB américain. Son économie représentant un tiers de celle des États-Unis, il faudra, pour cela, que ses dépenses s'accroissent d'environ 10 % du PIB. C'est un résultat possible, mais non sans grandes réformes. Aujourd'hui, l'épargne de la Chine représente environ 40 % de son PIB — moitié épargne des ménages et moitié celle des entreprises.

### L'épargne de la Chine

Les facteurs à l'origine de cette énorme épargne ne vont pas changer de sitôt. Les entreprises chinoises épargnent autant, car le système bancaire favorise encore les entreprises d'État et la culture du financement de projets privés prometteurs y est absente. Les ménages épargnent par précaution, car le pays n'a pas de dispositif public de protection sociale et a peu de produits financiers de mutualisation des risques comme l'assurance maladie, l'assurance vie ou les pensions. Il y a longtemps que les autorités chinoises sont conscientes de ces problèmes, mais les réformes ont été lentes. Depuis le début de la crise, elles ont utilisé les dépenses publiques — surtout dans l'infrastructure — pour compenser la baisse de la demande d'exportations. Mais des signes de baisse de la productivité des dépenses d'infrastructure additionnelles se font jour. Ce dont la Chine a besoin, c'est une assurance chômage, un régime public de pension, une assurance maladie, des écoles publiques et une nouvelle culture bancaire. Tant que tout cela ne se matérialisera pas, l'épargne privée restera énorme et les dépenses privées demeureront ainsi faibles.

La Chine n'a pas à compenser dans sa totalité la baisse de la consommation américaine. La demande pourrait s'accroître dans d'autres pays tels que l'Inde et le Brésil, mais, vu la taille de ces économies, il est peu probable qu'elles puissent compenser à 100 % cette baisse. Bien sûr, il y a aussi la demande européenne, mais l'Allemagne, l'un des piliers de l'UE, a de tout temps été une économie tirée par les exportations, incapable de se développer par le biais de la demande intérieure, et encore moins de stimuler l'économie du reste du monde de cette manière.

Peut-on sortir de cette impasse? Peut-être n'est-il pas nécessaire de prendre immédiatement le relais du consommateur américain pour rétablir le plein emploi dans le monde. Considérons le problème sous un angle différent — en tenant compte des concepts de base d'un modèle de croissance pour lequel Robert Solow a reçu le Prix Nobel en 1987. Pour que l'économie mondiale soit en situation de plein emploi, l'épargne doit être égale à l'investissement. Si le taux d'épargne mondial s'accroît (et il augmentera si la croissance de l'épargne des consommateurs américains n'est pas compensée par une réduction assez forte de l'épargne dans d'autres pays), le seul moyen de maintenir le plein emploi est d'assurer la croissance de l'investissement.

C'est ce qui s'est déjà produit en partie, sous forme d'une augmentation de l'investissement public qui faisait partie de l'action de relance de nombre de pays. Mais le recours à ce moyen dans le long terme pose deux problèmes :

- Pour rétablir l'équilibre sur le marché des biens dans le monde, l'investissement public — par exemple aux États-Unis — devra doubler et passer de moins de 3 % à près de 6 % du PIB. Il n'est pas certain que cela soit possible : pour gigantesque que soit l'effort prévu par la loi de 2009 sur la reprise et le réinvestissement, la croissance de l'investissement public est inférieure à 1 % du PIB par an.

- Toute augmentation de l'investissement public s'accompagne de la forte probabilité qu'une partie sera gaspillée au lieu de contribuer à relever le niveau productif du stock de capital — comme nous l'avons vu, c'est en partie ce qui semble se produire en Chine.

L'investissement privé, qui représente une part beaucoup plus grande du PIB (près de 20 % aux États-Unis), a plus de chances de combler l'écart de dépenses que l'investissement public. Mais qu'est-ce qui pousserait les entreprises à investir plus en pleine récession? Il ne semble pas y avoir de percée technologique en vue, comme la révolution de l'Internet des années 90.

Ce qui pourrait générer une nouvelle vague d'investissements privés, c'est la prise de conscience que la crise modifiera la composition de la demande mondiale dans le long terme. Ce changement appellera une adaptation de la structure de la production mondiale, d'où une restructuration industrielle et, partant, de nouveaux investissements.

### Les nouveaux contours de la demande

Si la consommation américaine reste en permanence plus faible et que celle des pays émergents et en développement finisse par augmenter, la composition de la demande mondiale changera, car la composition de la consommation d'un pays dépend de son revenu par habitant. Cela signifie que le type de biens demandé changera. Nous en voyons déjà les prémisses : les producteurs de produits de base (en Amérique latine en particulier) tirent profit du déplacement de la demande vers la Chine et l'Inde. La demande et les cours des matières premières ont baissé durant la récession, mais ont commencé à se redresser. C'est la demande d'automobiles allemandes de haut de gamme qui a quasiment disparu. L'adaptation de la structure de la production mondiale à un tel changement de la consommation mondiale ne peut avoir lieu sans une profonde restructuration et, partant, de gros investissements.

En conséquence, une croissance permanente de l'épargne américaine pourrait être compensée, au moins en partie, par une augmentation de l'investissement privé. Ce qui inciterait les entreprises à investir, c'est l'anticipation d'un changement à la fois dans la répartition géographique et la composition de la consommation — relativement plus de consommation en Chine, relativement moins aux États-Unis; une demande plus forte d'articles tels qu'électroménager de base et une demande relativement plus faible d'automobiles de luxe.

Cette observation a un corollaire intéressant. Les pays qui investissent dans la restructuration aujourd'hui sortiront de la transition avec un stock de capital (par habitant) plus grand et, partant, un revenu par habitant plus élevé. Ceux qui mèneront la restructuration à bonne fin, y compris par l'investissement public, sortiront plus riches de la crise. ■

*Francesco Giavazzi est professeur d'économie à l'université Bocconi et professeur visiteur au MIT.*