

D'UNE BULLE A L'AUTRE : L'ERE DE L'ECONOMIE GLOBULAIRE

Philippe du Fresnay (*philippe.dufresnay@insead.edu*)- 10/09/2013

L'été 2013 était encore celui de Pékin : une croissance de 7,7% meilleure que prévue¹, un moral des entrepreneurs solide², un procès anti-corruption très suivi³, le plus grand centre commercial au monde⁴... Pourtant, parmi ces chiffres enthousiasmants, l'analyse de certains indicateurs chinois comme le revenu par tête (de 6 à 7000\$) met en évidence des écarts régionaux de 1 à 10⁵. Des inégalités symptomatiques d'une bulle immobilière en zones côtières et urbaines. Cette bulle spéculative est la contagion de la crise de 2008. La macroéconomie globale, en stagflation, voit ses flux de capitaux perpétuellement redistribués entre microéconomies régionales volatiles en circuit fermé. Un phénomène moderne de jeu à somme nulle illustré par le concept anglo-saxon d'"Economie globulaire", encore peu connu dans le monde francophone, qui assimile l'économie mondiale à un corps humain : les capitaux alimentent les marchés par la monnaie comme l'oxygène les organes par le sang. L'enjeu étant de discerner les globules, ou capitaux sains, des bulles causes d'embolie, ou capitaux inflationnistes, sans en gêner la circulation.

De la crise financière à la crise monétaire : 2008 a vu le recours à l'Assouplissement Quantitatif, politique exceptionnelle permettant aux banques centrales d'absorber les actifs nationaux à risque. Mais ce soutien aux économies développées a en réalité profité aux BRICs, vers qui la révolution numérique a orienté les achats de produits manufacturés du monde entier. Ainsi la relance massive aux Etats-Unis a-t-elle alimenté une bulle spéculative dans les Emergents plutôt que stimulé l'emploi local. Car à nouvelle mesure, nouvel effet pervers: au lieu d'apprendre des erreurs de l'Occident, ils les ont répétées. La Chine, en freinant l'appréciation de sa devise face à l'insistance de ses partenaires, a recyclé l'essentiel de son inflation⁶ dans son marché immobilier, compatible avec le *shadow banking*⁷, mais au risque de sa surévaluation⁸. Si les BRICs semblaient ainsi maintenir leur croissance dans un premier temps et le soulagement général, les fonds n'avaient en fait qu'été redistribués d'une bulle à l'autre au gré des investisseurs opportunistes. Car dans ce contexte de réactivité globale, les pays se comportent comme des entreprises en recherche systématique de performance face à un arbitrage financier constant. La croissance à court terme est primordiale et comme la monnaie est l'instrument le moins coûteux pour cela⁹, prêts à taux d'intérêt quasi-nul et Assouplissement Quantitatif sont de mise, favorisant la spéculation, bénéficiant ceux qui empruntent. **La monnaie, originellement variable d'ajustement macroéconomique, devient vecteur de crise au même titre que la finance, dès lors que ces deux veines de l'économie sont infectées par la spéculation.**

Une succession de crises qui pourrait devenir une caractéristique permanente de l'Economie Globulaire. Car cette dernière, toujours endettée¹⁰ et exposée aux bulles immobilières¹¹ et boursières¹², croit moitié moins vite que par le passé. Et à présent que cette stagflation¹³ s'étend aux BRICs, la Réserve fédérale américaine commence à resserrer sa politique de soutien¹⁴. En réponse, les capitaux se retirent des marchés émergents dans la méfiance générale. Les monnaies du Brésil et de l'Inde se déprécient. La Chine, dont le Yuan est arrimé au Dollar, souffre encore plus, d'autant que sa population active commence déjà à diminuer sous l'effet de la politique de l'enfant unique¹⁵. A-t-elle alors vraiment besoin de 30 millions de logements vides et presque autant en construction, surtout si l'accès au crédit se durcit? La flambée immobilière chinoise absorberait déjà deux fois plus d'argent

¹ 7,5%

² Indice PMI de 51

³ Bo Xilai, ancien Maire de Chongqing, dont le procès est retranscrit quotidiennement sur un réseau social chinois

⁴ Complexe de 1.7 Millions de m² avec soleil artificiel à Chengdu, province du Sichuan

⁵ Source : BNS

⁶ Augmentation de sa masse monétaire de 19 % par an depuis 2008

⁷ Les financements souterrains, estimés à 10% du PIB, sont récupérés par les Provinces, propriétaires terriens exclusifs, lors des transactions

⁸ Du double au triple, d'après les estimations

⁹ Plus de 5300 Milliards de dollars sont échangés chaque jour contre 4000 il y a 3 ans

¹⁰ L'encours total des prêts des institutions financières américaines, malgré une baisse par rapport à 2008, revient à celui, pré-crise, de 2006

¹¹ Relancée à Londres et à New York

¹² La valeur boursière est proche du niveau de la bulle aux États-Unis et en Europe

¹³ Le taux d'inflation mondial actuel est d'environ 50% plus élevé que le taux de croissance du PIB réel

¹⁴ Comme cela a été évoqué à plusieurs reprises au sommet du G20 à St Petersburg la semaine dernière

¹⁵ Naturellement, ce phénomène se manifeste lorsque le pays atteint un revenu par tête plus élevé que 7000 Dollars

que son économie réelle¹⁶. Or, sa masse monétaire totale s'élève à 17000 milliards de Dollars, soit 6 fois ses réserves de change. Nous n'en sommes pas encore¹⁷ au déséquilibre que connaissait l'Indonésie au début de la crise asiatique de 1997 car les taux d'intérêt mondiaux, proches de zéro, ralentissent l'éclatement de la bulle en question, mais le constat est là : **c'est la fin du modèle quantitatif de croissance continue des BRICs tel que nous l'avons connu jusqu'ici...**

...au profit de la nouvelle dynamique macroéconomique globale : une concurrence circulaire entre Chine et Etats-Unis. Les politiques monétaires divergent pour la première fois depuis 2008: Europe et Japon maintiennent l'Assouplissement tandis qu'Etats-Unis et Emergents rationalisent. Dans un contexte de croissance mitigée et de troubles au Proche-Orient, cette contradiction désoriente les marchés. L'or, notamment, bien que souffrant de la hausse du Dollar, devient une valeur refuge pour la Chine et l'Inde, qui représentent les deux tiers de sa demande. Au point que Shanghai devrait bientôt éclipser New York comme sa première place d'échange. Alors que les capitaux financiers, eux, circulent dans l'autre sens, là encore de par l'appréciation du Dollar, qui rappelle le Dollar : les fonds spéculatifs réinvestissent l'économie américaine, où la richesse nette des ménages a bondi de 45% à 70 Milliards¹⁸. A la différence qu'ils utilisent cette fois cette manne monétaire à des fins de désendettement, pour une croissance durable. Un reflux au détriment de la Chine donc, pour qui c'est la fin d'une décennie glorieuse qui avait débuté avec son adhésion à l'OMC en 2001...Cela dit, ce mouvement pourrait à nouveau s'inverser à l'avenir, à son avantage. Le nouveau leader Xi Jinping instaure méthodiquement et de façon progressive des mesures en ce sens, axées sur la rationalisation de l'économie et la lutte contre la corruption. Quand les effets de ces réformes structurellement bénéfiques convaincront les marchés internationaux, les fonds reviendront et le revenu par habitant chinois pourrait alors dépasser 20000 dollars d'ici 2030¹⁹, faisant de l'Empire du Milieu la première puissance économique mondiale. Mais ce nouveau cycle implique également un renforcement de sa politique environnementale, pour atténuer les collatéraux de sa période de croissance effrénée que furent la pollution de l'eau et de l'air. **En Chine comme aux Etats-Unis, la gestion de la croissance se veut à présent qualitative : c'est l'avènement du développement durable à l'échelle globale.**

L'interconnectivité de l'Economie Globulaire contribuerait donc, à terme, à l'amélioration de la société au sens large, puisqu'elle amène ses acteurs à rechercher une croissance organique durable plutôt qu'à biaiser les échanges internationaux à leur avantage. Mais d'ici à ce que ses deux poumons Pékin et Washington parviennent à un développement équivalent, le monde risque de continuer à subir crise sur crise. Deux issues se présentent alors à cette dynamique bicéphale. Soit l'avenir imposera un organisme de régulation suprême pour superviser la circulation des capitaux internationaux. Soit la mondialisation financière s'inversera, vers une bipolarisation accrue des échanges Est-Ouest. Pour l'instant, les récentes annonces du G20 (création d'un « FMI bis » par les BRICs²⁰, promotion du Yuan comme monnaie internationale...) semblent aller dans le sens de la deuxième option.



Photo : Le soleil se couche sur le « smog » shanghaien : après la croissance à tout prix, l'Empire du Milieu entame sa mutation (Suicup)

¹⁶ D'après les estimations, pour 3 yuans de croissance monétaire, 1 est réinjecté dans l'économie réelle, 2 le sont dans la bulle immobilière

¹⁷ La dette des ménages est d'un tiers du PIB contre près de 100% lorsque la bulle a éclaté en 2008 aux Etats-Unis et en 1992 au Japon

¹⁸ Contre 48 Milliards de Dollars en 2009, et 63 Milliards de Dollars au moment de l'éclatement de la crise

¹⁹ Estimation hors inflation

²⁰ Annoncé par V Poutine : un FMI bis de 100 Milliards de Dollars dont 41 apportés par Pékin