

**Conférence Swiss Life AM****Tendances de l'économie mondiale**La situation d'ensemble

L'économie mondiale continue d'apparaître résiliente.

	2016	2017	2018	2019	2020
Croissance mondiale	3,4%	3,8%	3,6%	(3,3%)	(3,6%)
dont : USA	1,6%	2,2%	2,9%	(2,3%)	(1,9%)
Zone EURO	2%	2,4%	1,8%	(1,3%)	(1,5%)
Chine	6,7%	6,8%	6,6%	(6,3%)	(6,1%)

Source : FMI World Economic Outlook - April 2019

Mais on observe certains facteurs de ralentissement dus à l'économie chinoise notamment, ainsi qu'aux incertitudes liées à la guerre commerciale engagée par l'Administration américaine.

Cependant, il faut noter qu'au 1<sup>er</sup> trimestre 2019, l'économie des USA, soutenue par le stimulus fiscal, a dégagé une forte performance (3,1% de croissance annualisée). Le chômage a touché un bas historique alors que l'indicateur du « degré de satisfaction financière » des ménages a atteint un record absolu (75% de satisfaits).

Le tableau est moins optimiste pour l'Europe où la croissance a décéléré en 2018 (1,8% contre 2,4% en 2017), alors que 1,3% est prévu pour 2019.

Brexit et les incertitudes politiques font partie du tableau.

Je vais tenter maintenant d'évoquer les quatre questions que vous m'avez posées.

\*

\* \*

## I – Le bilan des politiques monétaires

- 1) Le bilan officiel est serein, si l'on en juge par les déclarations des responsables. Ces déclarations peuvent se résumer ainsi :

« Les politiques monétaires – et, en particulier, les politiques non conventionnelles – ont favorisé la croissance économique depuis la crise et ont écarté le danger de la déflation ».

Les partisans de ces politiques massivement accommodantes soulignent qu'elles ont :

- ✓ permis au crédit bancaire de se développer,
- ✓ et (grâce au QE) qu'elles ont entraîné une hausse des valeurs boursières (capital et dette), ce qui a permis une baisse des taux sur l'ensemble de la courbe des taux.

- 2) Je crois, cependant, qu'il est juste de reconnaître que l'existence prolongée de taux d'intérêt zéro ou très bas pose problème en termes de stabilité du système financier.

Je rappelle, tout d'abord, que les taux réels (c'est-à-dire déflatés de l'inflation des produits de consommation) sur instruments à un an du Trésor US se sont situés, en moyenne, à +2% pendant la période d'expansion : 1960-1973, alors qu'ils ont baissé à – 0,3% de janvier 2000 à février 2019.

Cette baisse massive et prolongée des taux d'intérêt a plusieurs inconvénients :

- ✓ Elle constitue, pour les épargnants, une incitation à conserver, dans la mesure du possible, leur épargne sous forme liquide (pour éviter la « taxe » prélevée sur les titres investis en actifs sans risque). N'oublions pas que des taux de rendement trop bas découragent l'investissement ;
- ✓ Elle menace l'équilibre financier des organismes de retraite dont les engagements à long terme sont fixés par des dispositions contractuelles alors que les retours sur actifs détenus par ces organismes sous forme de dettes s'évanouissent ;

- ✓ Le ralentissement de la croissance de la productivité (qui est le mal le plus grave dont nous souffrons) résulte, en partie, des taux d'intérêt très bas dans la mesure où ceux-ci permettent à des « entreprises zombies » inefficaces de survivre et de conserver leurs parts de marché, ce qui rend plus difficile l'émergence d'entités plus performantes.
- ✓ Enfin, un des soucis inhérents aux politiques monétaires non conventionnelles est la difficulté d'en sortir.

Les marchés ont été habitués aux taux zéro et tout effort de « normalisation » entraîne des réactions immédiates (comme on le voit, par exemple, en Europe où les gouvernements se sont accoutumés à emprunter sans frais).

D'une manière générale, il est problématique de s'engager dans une politique dont on sait, à l'avance, qu'il sera extrêmement difficile d'en changer. Ceci réduit la capacité des pouvoirs publics à réagir à une crise. Si les taux sont proches de zéro, en haut de cycle, quelle marge de réduction reste-t-il ?

### 3) Le cas de la Fed est, à cet égard, révélateur.

La Fed s'était engagée dans la voie de la normalisation (9 augmentations de taux directeurs jusqu'à la fin de 2018).

Mais, en janvier 2019, changement radical de politique :

Les trois augmentations de taux programmées pour 2019 sont abandonnées, et la réduction graduelle du bilan de la Fed est suspendue.

Quelles ont été les raisons mises en avant pour justifier ce brutal changement de politique à un moment où le cycle économique est encore haussier et où l'utilisation des facteurs de production est proche de son maximum ? Les raisons sont intéressantes :

- ✓ La réaction négative des marchés boursiers face à des relèvements de taux et à un affermissement du dollar ;
- ✓ L'inflation qui s'était arrêtée de croître et recommençait à baisser (malgré une tendance modeste à la hausse des salaires) ;

- ✓ La présence, au sein de la Fed, d'une école plus « dovish » : M. Clarida, nouveau Vice-President, commence à élaborer un projet selon lequel les « déficits » d'inflation constatés depuis quelques années (calculés par rapport à l'objectif de 2%) devraient être pris en compte pour justifier et compenser le maintien de taux bas ou la reprise d'une politique de QE, même si l'inflation dépassait 2% ... On peut citer aussi la contestation croissante qui se manifeste à la Fed en matière « d'output gaps » : on considère de plus en plus que la croissance potentielle des Etats-Unis est plus élevée que les 1,75% - 2% habituellement cités, et donc que la politique monétaire devrait être assouplie.

En définitive, après un début de normalisation, la politique monétaire s'est mise au point mort en attendant de prochaines baisses de taux. Mais la marge de baisse des taux est faible aux US et nulle en Europe.

\*

\* \*

## **II – Le crépuscule du dollar ?**

Malgré les incertitudes de la politique américaine, malgré le montant considérable de la dette US, et l'existence de déficits courants persistants, malgré l'affaiblissement relatif de l'économie US face à la Chine, le dollar reste encore la monnaie internationale par excellence.

Certes, l'Euro est une des grandes monnaies utilisées en termes de transactions commerciales mondiales (40% comme pour le \$).

L'Euro est, néanmoins, supplanté par le dollar en ce qui concerne sa fonction de monnaie de réserve. En effet, d'après les statistiques de la BRI, l'Euro représente 20% des réserves mondiales et le dollar US 65%.

Cette suprématie du dollar ne traduit pas une « supériorité » : elle est le reflet du fait que seuls les USA, en déficit permanent de balances des paiements, peuvent offrir au reste du monde un montant gigantesque de titres de dette émis sur le plus grand marché du monde.

Ces titres, considérés comme sans risque, sont non seulement acceptés mais recherchés : la puissance de l'économie américaine – flexible et compétitive – ainsi que la force militaire et la stabilité politique des Etats-Unis expliquent cette préférence.

J'ajoute qu'à l'heure actuelle, on ne voit pas très bien quelle autre monnaie pourrait supplanter le dollar comme monnaie internationale.

L'Euro est la devise d'un continent divisé entre 19 Etats dont certains posent problème. Quant au renminbi il est la monnaie d'une grande puissance économique dont le marché financier reste cependant en grande partie domestique et inconvertible.

Il convient, néanmoins, de se poser une question d'avenir sous un jour nouveau et que nous dicte l'actualité : « Une monnaie-clé comme le dollar peut-elle conserver durablement son statut si l'Etat émetteur s'engage délibérément dans des politiques protectionnistes ? »<sup>1</sup>.

Jusqu'à récemment, le dollar avait bien résisté à l'affaiblissement relatif de l'économie US parce que le pays avait, dans l'ensemble, su préserver, pour les détenteurs de dollars non-résidents, les droits qui s'attachent normalement à l'usage d'une monnaie internationale.

Certes, les Etats-Unis ont, depuis longtemps, pratiqué une politique de sanctions (Cuba, Soudan, Iran, ...) à l'égard des non-résidents utilisant le dollar pour des transactions proscrites par la loi américaine. C'était déjà là une forte incursion dans l'extraterritorialité et la négation même du multilatéralisme.

Mais la présente Administration américaine va plus loin : elle menace de sanctions les Etats étrangers (et alliés) qui utiliseraient leur propre monnaie (l'Euro par exemple) pour régler des achats en provenance de pays figurant sur la liste des pays sous boycott américain (comme l'Iran), mais non sujets à boycott hors des Etats-Unis.

Cette situation est loin d'être anecdotique. Une monnaie-clé n'est pas une matière première. Elle doit permettre de régler des transactions à travers un système de clearing ouvert à tous les participants. Elle est un bien public.

---

<sup>1</sup> Voir CEPIL, Policy Brief May 2019 - " The dollar and the transition to sustainable development : from key currency to multilateralism" by Michel Aglietta and Virginie Coudert.

Mais le fait, pour l'administration US, d'utiliser le dollar – ou de brandir la menace de la fermeture du marché US – comme un moyen de pression diplomatique à des fins unilatérales, change la nature même de la monnaie internationale dont le « privilège » a été depuis si longtemps reconnu aux USA.

Il en résulte que certains Etats membres de l'Union Européenne cherchent à mettre au point un mécanisme financier qui permettrait par exemple à l'Iran d'exporter du pétrole contre Euros.

Mais l'attractivité du marché américain est si forte que les grandes entreprises européennes (celles qui sont très dépendantes de leur capacité à vendre aux USA) sont réticentes à s'engager dans un tel mécanisme.

L'attitude US actuelle est vivement ressentie à l'extérieur. Elle porte en elle des ferments de mise en cause du dollar.

Aujourd'hui « l'édifice dollar » tient encore bon. Mais son utilisation croissante à des fins politiques américaines ne peut que hâter son affaiblissement. Il est encore trop tôt pour en juger. Mais il est de fait que des pays comme la Chine et la Russie sont en train de recourir à des systèmes de règlement non centrés sur le dollar.

On peut citer, à cet égard :

- ✓ La présence grandissante de la Chine en Afrique et au Moyen-Orient, qui s'accompagne de plus en plus de transactions commerciales en renminbi ;
- ✓ Le marché pétrolier des futures libellé en renminbi s'étend rapidement ;
- ✓ La mise en œuvre en 2015 de CIPS (Chinese cross-border interbank payment system) s'est rapidement internationalisée (CIPS a été connecté à SWIFT en 2017). Depuis lors, le réseau des banques internationales prenant part à CIPS s'est très fortement étoffé (incluant l'Europe et l'Amérique du Nord).

Il est donc à penser que la montée en puissance de l'économie chinoise va se traduire, à terme, par une internationalisation croissante du renminbi.

L'abus américain de l'extraterritorialité ne fera qu'accélérer ce processus.

L'histoire montre, du reste, que la puissance économique finit toujours par s'étendre à la finance (cas de la livre britannique, première monnaie mondiale, qui a cédé sa place au dollar il y a moins de cent ans).

\*  
\* \* \*

### **III – Les fragilités de l'europe : l'Euro est-il en danger ?**

#### 1) Une monnaie stable et reconnue internationalement.

La question de l'avenir de l'Euro concentre en général l'attention des commentateurs sur les succès déjà remportés par cette monnaie.

Mon propos est un peu différent. Après avoir rappelé que l'Euro a gagné son premier défi : à savoir devenir une monnaie stable et reconnue sur les marchés internationaux, je souhaite évoquer les perspectives d'avenir et me poser la question :

*“ A quelles conditions l'Euro peut-il être viable sur le très long terme ? ”*

#### a) Une monnaie importante sur le plan international.

Avec ses 350 Millions d'habitants, l'Europe est le second marché mondial développé pour le commerce, après la Chine et avant les US.

Avoir doté cette puissance économique et commerciale d'une monnaie commune comporte des avantages substantiels tant pour le système international que pour les pays Européens :

- Alors que le désordre des taux de change régnait en maître depuis la chute du système de Bretton Woods en 1971-73, une zone économique de première importance s'est dotée - pour elle-même - d'abord d'un mécanisme de stabilité des taux de change internes (Système Monétaire Européen de 1979) puis d'une monnaie unique (1999). De ce fait, l'Europe a puissamment aidé à stabiliser le système monétaire international ;

- Quant aux pays de la zone Euro, ils ont évité les incertitudes et les désordres économiques liés aux changes fluctuants. Ils ont donc été en mesure de bénéficier de repères stables et d'agir, en conséquence, pour conserver une compétitivité adéquate (mais l'ont-ils vraiment fait ? j'y reviendrai plus tard).

Comme je l'ai déjà indiqué, l'Euro, comme monnaie de transactions, est au niveau du dollar.

C'est comme monnaie de réserve qu'il cède la place au dollar.

#### *b) Une monnaie stable.*

L'Euro fluctue, certes, sur le marché des changes, car tel est le système dans lequel nous opérons. Mais, en fait, les variations entre l'Euro et le Dollar ont été relativement faibles en vingt ans d'existence de la monnaie européenne, oscillant autour de la parité (0,86 nov 2000 / 1,12 mai 2019).

De plus, l'Euro a conservé sa « stabilité interne » puisque l'inflation s'est maintenue autour de 1,7% l'an pendant les dernières vingt années.

#### *2) Quelles sont les perspectives de viabilité de l'Euro sur le long terme ?*

Pour répondre à cette question, il faut analyser les faiblesses actuelles de la zone Euro et suggérer les actions à entreprendre.

##### *a) Les faiblesses actuelles de la Zone Euro :*

- *L'hétérogénéité de la zone Euro s'est aggravée depuis la création de la monnaie commune.*

Paradoxalement, au lieu de converger - ce qui eût été normal dans une zone monétaire en formation - , les économies de la zone ont divergé pendant les dix premières années d'existence de cette monnaie (2000 à 2010) :

- Les pays du « Sud », à productivité plus faible que dans le « Nord », sont alors entrés dans une phase de surchauffe – notamment dans le secteur - « protégé » - de l'immobilier. Il en est résulté chez ces pays « périphériques » une exacerbation de la demande interne, une hausse des



coûts salariaux<sup>2</sup> et des déficits massifs tant des budgets que des balances courantes.

- Le marché a finalement sanctionné en 2009-2010 par de fortes hausses d'intérêt ces divergences économiques et les pays du Sud ont fini par regagner leur équilibre extérieur grâce à des mesures correctrices (« dévaluations internes »).
- *Mais la zone Euro est loin de fonctionner comme une véritable zone monétaire intégrée.*

En effet, dans une zone monétaire intégrée (c'est le cas des USA par exemple), les régions en excédent d'épargne transfèrent des capitaux aux régions en déficit et contribuent, par là même, à l'investissement et à la croissance dans l'ensemble de l'Union.

Mais, en Europe, in n'en est rien. Les divergences des politiques économiques entre « cœur et périphérie » ont détérioré la confiance entre Etats. Certains d'entre eux, malgré leurs efforts de redressement et le fait qu'ils ont regagné l'équilibre de leurs comptes extérieurs, restent encore affligés d'une accumulation de prêts bancaires « non performants », et sont soumis à des faiblesses structurelles évidentes. Le résultat est que les surplus d'épargne de pays comme l'Allemagne sont canalisés vers le reste du monde (notamment l'Asie), mais pas vers l'Europe en quête d'investissements.

*b) Il convient de résoudre ces problèmes si l'on veut assurer une viabilité pérenne à l'Euro:*

Il faut comprendre que la situation actuelle est problématique.

L'Allemagne, les Pays-Bas, et d'autres, entretiennent aujourd'hui des excédents courants d'importance majeure, alors que les autres Etats ont beaucoup de mal à équilibrer leurs comptes extérieurs.

Et la loi de la spécialisation joue en ce sens : en effet, les pays comme l'Allemagne à forte tradition industrielle, à faibles coûts et à gouvernance économique exemplaire sont avantagés par l'existence de la zone Euro, dans laquelle les dévaluations sont impossibles.

---

<sup>2</sup> Le coût unitaire du travail, de 1999 à 2010, a dépassé celui de l'Allemagne : de 30% en Italie et en Espagne, et de 20% en France.

Sans l'Euro, les marchés auraient revalorisé fortement les monnaies de ces pays créditeurs (le DM virtuel serait sous-évalué de 15 à 20% par rapport aux pays périphériques). Mais comme le taux de change de l'Euro est le résultat d'une moyenne de pays (forts et faibles), il en résulte que les économies à forte compétitivité bénéficient d'un supplément de force à l'exportation, du fait de la relativement faible appréciation de l'Euro. Et ceci ne peut qu'entretenir la « dynamique d'hétérogénéité ».

En conclusion :

- ✓ L'Euro (contrairement à l'ensemble institutionnel et politique de l'Union) est l'objet d'une forte adhésion de la population, si l'on en croit les sondages. Du reste, les partis « populistes » ne militent plus pour la sortie de l'Euro.
- ✓ Mais trop de déséquilibres – à base notamment d'insuffisante coopération économique entre les Etats – se sont accumulés et ont créé des distorsions qui, à terme, deviennent des forces centrifuges.
- ✓ Pour le moment, un certain statu quo paraît conservé, grâce à la politique monétaire de la BCE. Celle-ci maintient, en effet, des taux d'intérêt très faibles (voire négatifs), qui facilitent la solution des problèmes budgétaires pour ceux des Etats membres qui ont laissé (comme la France ou l'Italie) leur dette publique s'accroître de manière déraisonnable.
- ✓ Mais ces conditions monétaires, très accommodantes, ne pourront sans doute pas prévaloir indéfiniment. Il faut donc se préparer à vivre dans des temps plus « normaux », du point de vue monétaire.

Cela suppose :

- ✓ Que les pays en déficit et dont les endettements ne sont pas « viables », prennent graduellement des mesures crédibles pour mettre leurs comptes publics en ordre ;
- ✓ Mais que les pays structurellement excédentaires comme l'Allemagne et les Pays-Bas prennent aussi des mesures pour atténuer leurs surplus d'épargne par rapport à leurs investissements (par une stimulation de leurs investissements d'infrastructure, une participation plus équitable

aux dépenses européennes de défense et de sécurité, la mise en œuvre des mécanismes prévus de solidarité financière intraeuropéenne, ...). Il s'agit de mettre plus de symétrie dans le processus d'ajustement, et de faire contribuer l'ensemble de la zone à une politique plus harmonieuse.

Nous sommes un peu au moment de la « dernière chance ».

Si rien n'est entrepris en direction d'une plus grande cohésion, les déséquilibres s'accumuleront et certaines parties de l'Union s'enfonceront encore davantage dans la sous-productivité et la désindustrialisation. N'oublions pas que, depuis dix ans, le revenu par habitant des pays européens les plus pauvres recule par rapport à celui des pays les plus riches.

N'oublions pas, non plus, que l'Union bancaire européenne est loin d'être achevée :

- ✓ Les superviseurs européens traitent les filiales des groupes bancaires transfrontaliers comme des entités propres du point de vue des contraintes en capital et en liquidités ;
- ✓ Les conditions de résolution des banques restent largement nationales ;
- ✓ Le montant des prêts non performants (688 Milliards € au 1<sup>er</sup> trimestre 2018) bien qu'en diminution depuis le pic de 1,2 trillions en 2013, restent une source majeure de vulnérabilité.

N'oublions pas non plus que la contribution de l'industrie manufacturière au PIB de la France n'est plus que de 10% de son PIB, alors que la moyenne européenne est de 20%.

Si, avec un peu de vision et de courage, on accepte de traiter les problèmes de déséquilibres au sein de l'Union comme des problèmes communs et en se dotant de moyens adéquats, je suis persuadé que l'Euro pourra être consolidé sur le long terme.

En somme, on peut dire qu'à l'origine (notamment en France), on avait cru pouvoir faire l'impasse d'un « gouvernement économique » et recourir (avec une discipline épisodique) au Pacte de Stabilité et de croissance.

En fait, la facilité et l'intérêt national immédiat ont prévalu, et les déséquilibres, loin de s'atténuer, se sont accentués. Mais l'histoire revient frapper à notre porte et nous rappeler à l'ordre.

Sans vouloir créer, pour autant, un arsenal supranational de trop grande ambition, et sans tomber dans le piège irréaliste d'une mutualisation complète des risques, on devrait, à mon sens, de façon pragmatique, appliquer plus sérieusement qu'on ne le fait aujourd'hui les dispositifs de coopération existants, et mettre en œuvre de façon plus symétrique et solidaire entre débiteurs et créditeurs les ajustements économiques nécessaires.

#### **IV – L'endettement mondial : un problème sans solution ?**

##### 1) Y a-t-il vraiment eu « deleveraging » de la dette globale ?

La dette globale est passée de 166 trillions \$ en 2007 à 247 trillions en 2017, soit une augmentation de près de 50% en dix ans.

La dette globale a légèrement décliné en 2017 (- 1,5 trillions \$) mais atteint encore le montant très élevé de 247 trillions \$ (317% du Pib mondial). Le montant est de 187 trillions pour la dette non financière.

Derrière cette évolution, on continue de voir s'accroître la part des pays émergents (dont la dette est passée de 21 trillions à 63 trillions, soit un triplement en dix ans).

La France, la Suisse et la Grande-Bretagne ont enregistré depuis 2015 la plus forte hausse de la dette non financière.

A noter la forte expansion de la dette des ménages en Norvège, Suède et Suisse.

Les firmes « stressées » (c'est-à-dire dont le ratio de couverture de la charge d'intérêts par des recettes d'exploitation (« interest coverage ») est inférieur à 1) sont particulièrement nombreuses aux US (12% de leur part dans le total), au Canada (18%), en Turquie (12%), au Brésil (10%).

De fait, la dette des « frontier markets » continue de s'accroître (170 milliards \$ d'obligations émergentes viennent à échéance d'ici fin 2019 dont la moitié libellée en devises étrangères).

La dette des institutions « high yield » est particulièrement élevée et vulnérable aux baisses de conjoncture.

Cette situation préoccupante n'est pas de nature à favoriser une normalisation de la politique monétaire, qui, pourtant, s'imposerait du point de vue de la stabilisation du système financier.

2) La dette corporate mondiale atteint le montant record de 75 trillions \$, soit 92% du PIB mondial.

La répartition de la dette corporate est, approximativement, la suivante (en stocks) :

<i>USA</i>	<i>18% du PIB mondial</i>
<i>Autres pays avancés</i>	<i>36% du PIB mondial</i>
<i>Chine</i>	<i>30% du PIB mondial</i>
<i>Autres émergents</i>	<i>15% du PIB mondial</i>
<i>TOTAL</i>	<i>100%</i>

La soutenabilité de ces dettes corporate dépend, en partie, des « cash holdings ».

De ce point de vue, la Chine apparaît en assez bonne position :

- ✓ Certes sa dette corporate est une des plus élevées du monde (163% du PIB chinois) mais l'importance des avoirs liquides des entreprises atteint aussi un record. Le ratio chinois dette/cash est un des moins élevés du monde.

En revanche, rapportée au cash, la situation de pays comme le Canada, l'Inde, le Mexique est plus préoccupante (ratios de 5 à 7).

- ✓ De même, le critère de la taille des entreprises est-il significatif :

Les PME ont, notamment en France et aux USA, des ratios élevés de dette/cash.

De ce fait, on n'est guère surpris de constater qu'un nombre significatif de PME de ces deux pays (et aussi du Brésil, du Canada et de la Chine) éprouvent des difficultés croissantes à servir les intérêts de cette dette.

\*  
\* \*

L'endettement, toujours croissant, de notre système international, remonte au début des années 80. Il fait suite à l'effondrement du système de Bretton Woods en 1971-73<sup>3</sup>.

A la discipline du système des taux de change stables s'est substituée la liberté d'emprunter sans limitation, tant pour les gouvernements que pour le secteur privé.

La croissance de la dette a été exponentielle sur les 40 dernières années<sup>4</sup>.

Tant que règnera le système actuel de liberté en matière de change et d'un usage systématique du « leverage », nous continuerons à vivre dans un monde financier fragile. L'expérience et la recherche (Minski) montrent, en effet, que les excès d'endettement favorisent toujours les crises financières comme on l'a vu en 2007-2008.

Depuis lors, les leçons de la crise n'ont pas été tirées puisque l'endettement global a augmenté de près de 50% en dix ans. Or les mêmes causes produisent toujours les mêmes effets.

*Jacques de Larosière*

---

<sup>3</sup> Voir J de Larosière : London School of Economics 31st January 2019 « The demise of the Bretton-Woods system explains much of our current financial vulnerabilities » or " From one book to another ". Cet article a été publié en français dans la Revue « Commentaire » de février 2019.

<sup>4</sup> Ainsi, la dette totale des Etats-Unis est passée de 55% de son PIB au lendemain de la 2<sup>ème</sup> guerre mondiale à 300% en 2007 (soit une progression de près de six fois en termes réels).