



La crise. Encore et encore...

XAVIER DUPRET  
AVRIL 2019  
18.000 SIGNES

*Alors que le printemps débutait, de noires prophéties se multipliaient dans les médias. Entre deux développements sur Shakespeare ou la conduite d'orchestre, Jacques Attali vaticinait dans les pages de l'Echo : « Je crois qu'on est au bord, et je ne sais pas si c'est dans trois semaines ou dans deux ans, d'une grande crise économique mondiale »<sup>1</sup>.*

Quelques jours plus tard, c'était au tour de Georges Ugeux. Dans La Libre<sup>2</sup>, l'ancien vice-président de la Bourse de New York joignait, pour sa part, à la pratique de la divination une tentative de raisonnement diagnostique.

### **La dette du Léviathan ?**

Le point focal de l'analyse développée par le financier belge dans son dernier ouvrage<sup>3</sup> a fondamentalement trait à la dette publique. Résumons le point de vue.

Depuis une bonne décennie, les États, de par le monde, se sont endettés. En cause : le faible niveau des taux d'intérêt, dans la foulée de la crise financière de 2007-2008 et de la Grande Récession qui a suivi, a posé les bases d'un endettement devenu, aujourd'hui, insoutenable.

Les chiffres sont connus. Le montant de la dette publique mondiale s'élève à 63.000 milliards de dollars, dont 10.000 milliards de dollars sont le fait de l'Europe. 10 000 autres milliards du Japon. Quant à la dette publique états-unienne, elle équivaut à celle du Japon et de l'Europe réunis.

En cas d'augmentation des taux d'intérêt, un danger se profile, tel un iceberg, à l'horizon, celui d'une incapacité des États à se refinancer. A terme, un krach obligataire menace donc les économies occidentales. Le mécanisme en jeu est le suivant. Certains acteurs, face au risque d'insolvabilité des États, seront tentés de revendre les obligations publiques en leur possession. Si ce mouvement est

---

<sup>1</sup> L'Echo, édition mise en ligne le 11 mars 2019.

<sup>2</sup> La Libre Belgique, édition mise en ligne le 18 mars 2019.

<sup>3</sup> Lire à ce sujet Georges Ugeux, *La descente aux enfers de la finance*, Ed.Odile Jacob, Paris, 2019.

massif, le prix de ces obligations va s'écraser sur les marchés. Et partant, les taux d'intérêt à long terme sur les dettes publiques vont exploser. En clair, un scénario « à la grecque » menacerait l'économie mondiale.

Face à ces sombres perspectives, Ugeux propose un chemin de Damas aux pouvoirs publics de l'hémisphère nord. Les banques centrales doivent, avant qu'il ne soit trop tard, renoncer à des politiques de taux d'intérêt bas. Cette cure de désintoxication à l'argent facile a pour contrepartie logique une nécessaire amélioration de la discipline budgétaire des finances publiques. L'exemple des Etats-Unis est cité en exemple. L'Amérique est sortie des taux d'intérêt négatifs, grâce à la détermination de la FED. Ce faisant, l'Oncle Sam serait donc en meilleure posture que le Vieux Continent. Comme nous le verrons par la suite, cette lecture des faits mérite, pour le moins, d'être discutée.

Voilà pour la face émergée de l'iceberg. A y regarder de plus près, la thèse d'un effondrement du financement des Etats résultant de leur impéritie se caractérise par un certain nombre de présupposés, qu'il convient d'interroger. Cette plongée à la rencontre d'une partie davantage immergée du problème des dettes sera également l'occasion d'une méditation hétérodoxe sur l'état réel de l'économie mondiale.

### ***Désoccidentalisation de l'économie mondiale. Un tableau clinique...***

Les tendances en matière d'endettement, depuis 2000, montrent clairement un alourdissement de l'endettement privé supérieur à celui des Etats. Dans les pays émergents, la dette brute du secteur privé est passée de 59 à 140% du PIB entre 2000 et 2017. Pour les pays développés, cette variable a progressé de 145 à 160% du PIB sur la même période. Du côté du secteur public, le niveau de l'endettement des autorités dans les pays émergents montre une tendance à la décrue puisque les dettes publiques y représentaient en moyenne 30% du PIB en 2000 contre 25% en 2017. On constate, en revanche, une progression des dettes publiques dans les pays développés. L'endettement brut des Etats au sein des nations industrialisées partait de 60% du PIB de la zone concernée en 2000 et culminait à 100% de celle-ci en 2017<sup>4</sup>.

Deux tendances lourdes doivent être pointées. Tout d'abord, il y a bel et bien eu augmentation des dettes publiques au sein des nations développées. Ensuite, la progression la plus fulgurante a été celle du secteur privé au sein des pays émergents (+81 points de pourcentage en une grosse quinzaine d'années). Pour comprendre l'importance des pays émergents au sein de l'économie mondiale aujourd'hui, on citera Finances & Développement, la revue du Fonds monétaire international (FMI). « De 1960 à 1985, les pays avancés ont représenté en moyenne trois quarts environ du PIB mondial mesuré en dollars courants, ajusté compte tenu des différences de parité de pouvoir d'achat. Cette proportion a graduellement diminué pour tomber à 57% en 2008-2009. En revanche, celle des pays émergents a augmenté, passant de quelque 17% dans les années 1960 à une moyenne de 31% pendant la période de rapide intégration commerciale et financière mondiale qui a commencé au milieu des années 1980. En 2008-2009, elle était proche de 40% »<sup>5</sup>. Cette longue et éclairante citation date d'il y a dix ans. Entretemps, le poids des économies émergentes n'a cessé de s'affirmer. En 2014, cette même revue estimait que la part des émergents dans le PIB mondial était équivalente à celle des pays développés (environ 45% du PIB mondial)<sup>6</sup>.

La raison de cette progression s'explique par l'élévation des taux de croissance dans ces pays. « Leur contribution à la croissance mondiale se situait aux environs de 30% entre 1965 et 1974, soit

---

<sup>4</sup> Banque des Règlements Internationaux, mars 2018.

<sup>5</sup> M. Ayhan Kose et Eswar S. Prasad, *Les pays émergents à l'âge adulte* in Finances & Développement, Décembre 2010, p.8.

<sup>6</sup> M. Ayhan Kose et Ezgi O. Ozturk, *De profondes mutations* in Finances & Développement, Septembre 2014, p.8.

la moitié environ de celles des pays avancés. Cette dernière décennie, elle a grimpé à plus de 70%, la part des pays avancés ayant en revanche chuté aux environs de 17 % »<sup>7</sup>. D'ici 2022 (c'est-à-dire demain), la part des émergents devrait représenter 60% du PIB mondial<sup>8</sup>. Un bulletin d'étude d'une banque privée française établissait, il y a une petite décennie, que « la part des pays émergents dans l'économie mondiale sera de l'ordre de 50% [en 2020]. D'ici cette date, les deux tiers de la croissance du PIB mondial seront réalisés dans ces pays. Le monde sera alors différent : le PIB de la Chine devancera celui de la zone euro et talonnera celui des États-Unis»<sup>9</sup>.

Un constat donnera davantage de substance à cette prévision. En 2017, le PIB de la Chine représentait 97% de celui de la zone euro<sup>10</sup>. L'économie mondiale est en train de se désoccidentaliser. Cette mutation s'accompagne de fragilités *sui generis*.

### ***Exportation de capitaux***

Ces dernières constituent la résultante de décisions qui ont été adoptées au Nord, il y a une dizaine d'années. Dans la foulée de la crise financière de 2007-2008, la FED et la BCE ont abaissé leurs taux d'intérêt à des niveaux planchers. Elles se sont, de surcroît, lancées dans des politiques d'assouplissement quantitatif.

Ces dernières consistaient en des rachats massifs de titres de dettes auprès des établissements financiers. Elles ont eu un double effet sur nos économies en faisant baisser de manière significative les taux d'intérêt à long terme et en libérant des liquidités pour les banques européennes et états-uniennes. La conjonction de ces deux éléments, à savoir du cash à profusion et des taux d'intérêt se situant à des niveaux très bas, a facilité l'endettement des acteurs privés émergents, en grande partie en devises étrangères.

Cette tendance a perduré jusque 2017-2018. A l'époque, la FED a commencé à relever ses taux directeurs. L'attractivité des pays émergents a alors diminué. Par conséquent, les conditions de refinancement de la dette ont commencé à s'y durcir.

C'est ainsi que des pays fortement endettés, tels que la Turquie et l'Argentine, sont entrés dans de profondes difficultés structurelles. Plus fondamentalement, la réorientation de la stratégie d'accumulation de la Chine sur son marché intérieur et les consommateurs nationaux pénalise le cours des matières premières depuis 2015. Après une phase de baisse entre 2010 et 2015, les prévisions de la Banque mondiale sont relativement peu enthousiasmantes. Qu'il s'agisse des métaux ou de l'énergie, la courbe des cours sera particulièrement plate au cours de la prochaine décennie. Pour les produits agricoles, la tendance structurelle sera même à la baisse. Leur cours en 2017 équivalait à 93% de celui de 2010. En 2030, ils ne représenteront plus que 86% du niveau de 2010<sup>11</sup>. Ce faisant, les réserves en devises étrangères des émergents diminuent depuis 5 ans déjà. La chose ne rassure guère, comme on se l'imagine, les marchés.

Ces vicissitudes expliquent, à elles seules, que la capacité de remboursement des dettes libellées en devises des pays émergents s'avère plus limitée qu'autrefois. Or, d'ici à la fin de l'année 2020, 3.900 milliards de dollars de dettes arrivent à expiration sur les marchés émergents, dont 1.300 milliards libellés en dollars ou en euros<sup>12</sup>. Par comparaison, le volume des prêts *subprimes* équivalait à 600 milliards de dollars aux États-Unis. La dette extérieure des émergents,

---

<sup>7</sup> Idid.

<sup>8</sup> KBC Economic Research, décembre 2018.

<sup>9</sup> Crédit Agricole, Eclairage Emergents, n°18, mai 2012, p.1.

<sup>10</sup> Banque mondiale, avril 2018. Calculs propres.

<sup>11</sup> Banque mondiale, mars 2017.

<sup>12</sup> Institute of International Finance, Global Debt Monitor Devil in the details, 15 janvier 2019.

principalement d'origine privée, est donc susceptible de poser problème à l'avenir.

### ***Dettes publiques au Nord. Déprimer ou lire Keynes...***

On serait tenté de répéter le même pronostic à propos de la dette publique des Etats membres de l'OCDE. Il faut, toutefois, se méfier des apparences. La dette extérieure des pays émergents est libellée dans des devises qui ont cours dans les grands pays exportateurs de capitaux. En revanche, la dette des pays développés est principalement contractée en interne auprès d'acteurs locaux. C'est ainsi que l'immense dette publique des Etats-Unis est détenue à 60% par des acteurs états-uniens<sup>13</sup>. Au Japon, la dette nationale n'est détenue par des investisseurs étrangers qu'à raison de 11%<sup>14</sup>. Voilà pourquoi la dette publique nipponne, malgré son niveau très élevé, est loin d'exposer le pays à un défaut de paiement.

Cette différence est importante. D'un point de vue macroéconomique, les Etats développés ne remboursent jamais vraiment leurs dettes. Ils les refinancent, dans une optique keynésienne<sup>15</sup>, en permanence de telle sorte que leur remboursement juridiquement effectif ne correspond pas à une réalité macroéconomique tangible. La tendance à l'internalisation des dettes au sein des pays développés constitue, d'ailleurs, une constante depuis la crise de 2007-2008. En effet, les règles de solvabilité (dites Solvabilité II) adoptées dans la foulée de la crise de 2007-2008 par la Comité de Bâle obligent les assureurs à investir davantage dans les titres souverains. En janvier 2016, on observait, par exemple, que les obligations souveraines occupaient un quart des actifs des assureurs français. Pour le reste de la zone euro, les chiffres sont plus impressionnants encore. La dette publique de la zone euro représentait 68% du stock de dettes souveraines détenues par les compagnies d'assurance du Vieux Continent<sup>16</sup>. Les banques sont, davantage encore que les assureurs, concernées par les nouvelles normes prudentielles. « Selon les données de l'Autorité bancaire européenne (EBA), qui publie les expositions détaillées de plus de 130 banques, ce sont 3.848 milliards d'euros de dettes souveraines qui sont portés par les bilans bancaires. Pour certains États, la part de la dette domestique dans ce total dépasse 75% (Malte, Chypre, mais aussi Italie, Irlande et Grèce), alors que les banques françaises sont sous les 50% »<sup>17</sup>.

En cas de tension majeure sur les dettes publiques, les grandes banques centrales pourraient donc s'inspirer de l'exemple du Japon, où 41% des obligations souveraines nationales sont détenues par la Banque du Japon<sup>18</sup>. Cette implication des autorités monétaires sur le front de la dette soutient la demande et garantit des taux d'intérêt bas sur le long terme. Cette politique non-conventionnelle de la Banque du Japon s'est accompagnée d'une montée de la dette publique nationale au sein des bilans bancaires nippons. La dette publique japonaise est passée, en une génération, de 50 à 253% du PIB de 1992 à 2017<sup>19</sup>.

Les manœuvres de Donald Trump visant à ce que la FED réduise son taux directeur et continue sa politique de Quantitative Easing<sup>20</sup> sont de nature, si elles aboutissent, à convertir la politique monétaire américaine aux pratiques de la Banque du Japon. A ce sujet, la presse économique US relevait, il y a peu, à quel point la politique d'argent facile constituait une habitude pour une

---

<sup>13</sup> US Bureau of the Fiscal Service, Treasury Bulletin, mars 2019 (calculs propres).

<sup>14</sup> Banque du Japon, mars 2018.

<sup>15</sup> Lire à ce sujet J.M. Keynes, *Activities 1940-1946 shaping the Post-War World: Employment and Commodities*. The Collected Writings of J.M. Keynes, vol. XXVII. London, Macmillan, 1980, p.278.

<sup>16</sup> Pierre Emmanuel Théron, *Dettes souveraines et assurance : intérêts croisés* in Banque & Stratégie. Cahier de prospective bancaire & financière, n°335, février 2017, p.30.

<sup>17</sup> Séverine Leboucher, *Traitement prudentiel de la dette souveraine : le casse-tête de la réforme* in Banque & Stratégie. Cahier de prospective bancaire & financière, n°335, février 2017, p.3.

<sup>18</sup> Banque du Japon, février 2018.

<sup>19</sup> Banque mondiale,

<sup>20</sup> Wall Street Journal, 12 avril 2019.

économie puisqu'elle annule le coût d'emprunt et « diminue le risque inhérent aux passifs des comptabilités »<sup>21</sup>. Soit dit en passant, ce revirement, bien hypothétique, il est vrai, à l'heure où ces lignes étaient écrites (avril 2019), annulerait un facteur de pression sur les dettes publiques.

### *Mise en perspective*

Du moins pour les nations industrialisées, car un pays émergent ne jouit guère de ce genre de possibilités lorsqu'il est confronté à ses créanciers du Nord. Pour le dire très simplement, jamais ni le Brésil ni l'Argentine n'imprimeront les dollars susceptibles de rembourser leurs créanciers étrangers. Quand les réserves en devises de ces pays baissent, les opérations de renouvellement du capital de la dette se compliquent puisque le principal de la dette extérieure libellée en dollars correspond à un actif (les devises étrangères) en diminution.

Le robinet du crédit est alors tout près d'être coupé. La tendance baissière des cours pour les matières premières couplée à la déplétion des réserves de change impliquent que nous nous rapprochons d'un tel moment. Les difficultés de refinancement qui vont peser sur les émergents en 2020 sont de nature à déstabiliser les finances publiques d'un certain nombre de pays du Sud. Partant, des mauvaises créances sont susceptibles de s'accumuler sur les bilans des banques occidentales. On comprendra, dès lors, mieux l'apparition, dans ce contexte, d'un plaidoyer pour une augmentation des taux sur les dettes au Nord. Cette dernière, dans la mesure où elle est synonyme d'amélioration des rendements, constitue un contrepoids aux crises de la dette à venir au Sud.

A cette fragilité structurelle des émergents, s'ajoute aujourd'hui une autre source d'instabilité. Il s'agit de la survalorisation des actions à Wall Street. La mise à disposition de liquidités à bon marché pour les investisseurs a encouragé la prise de risque sur les marchés aux Etats-Unis. Nous sommes incontestablement, de ce point de vue, proches d'un retournement. Pour cela, on se référera utilement à l'indice mis au point par l'économiste Robert Shiller. Ce spécialiste des actifs financiers a conçu un outil d'évaluation capable de déterminer si le prix d'un actif est surévalué. Pour répondre à cette question, Shiller recommande de comparer le cours d'une action à son bénéfice. Ensuite, Shiller élimine les distorsions liées à l'inflation et les événements de conjoncture de manière à disposer de prix d'actifs stabilisés dans le temps. L'exercice mené par Shiller a permis de dégager d'intéressantes constantes. Quand l'indice dépasse les 17, on entre dans une zone de turbulence. L'indice Shiller pour les Etats-Unis se situe depuis plusieurs mois à 32, soit le niveau atteint au moment du krach de 1929.

D'avantage donc que l'endettement public des pays développés, c'est de la conjonction d'un éclatement de bulle spectaculaire et d'un événement de crédit chez les émergents que proviendra la prochaine crise. Le canal de diffusion, dans les deux cas de figures, impliquera les banques occidentales qui ont profité du faible niveau des taux d'intérêt pour accumuler des actifs risqués offrant de hauts rendements.

La boucle se boucle. Robert Schiller se montrait catégorique dans les pages du New York Times : « Il est historiquement prouvé qu'une tendance haussière aussi longue que celle-ci finira par cesser, même si nous ne pouvons pas dire quand cela se produira. Le moment où la bulle éclatera est la seule inconnue car en tout état de cause, nous devons nous attendre à un changement de direction qui est susceptible d'avoir de graves répercussions pour l'économie américaine et pour le monde »<sup>22</sup>. Fin de citation...

---

<sup>21</sup> Forbes, *How The Federal Reserve Turned Japanese*, édition mise en ligne le 29 janvier 2019.

<sup>22</sup> Robert Shiller, *Consumer Confidence Is Lifting the Economy. But for How Much Longer?*, New York Times, 26 janvier 2018.