



BANQUE
ERIC STURDZA

ECONOMIE MONDIALE : CHANGEMENTS RECENTS, DEFIS PROCHAINS ET POLITIQUES À EVITER

« L'homme qui ne médite pas vit dans l'aveuglement, l'homme qui médite vit dans l'obscurité ». HUGO

La croissance économique est un peu « Janus » : sans elle pas d'accroissement de richesses, pas de résorption de la pauvreté dans le monde. Avec elle, les inégalités augmentent car chacun ne s'adapte pas au même rythme aux incidences des mutations technologiques. Le prix Nobel *Angus Deaton* l'a bien montré. Grâce à la croissance, on peut observer avec *Max Roser* que l'espérance de vie s'est accrue deux fois plus en un siècle qu'elle ne l'avait fait en 200 000 ans. A l'époque de Napoléon I, l'espérance de vie n'excédait pas 40 ans, aujourd'hui, elle n'est nulle part inférieure à ce chiffre. De même, il est encourageant de constater que si en 1900, seuls un peu plus de 300 millions d'individus savaient lire, aujourd'hui on en compte 6 milliards. Et, sans ignorer les coûts écologiques et sociaux de la croissance, on pourrait aisément multiplier à l'infini les illustrations des fruits de la prospérité. Plus récemment, n'en déplaise aux Cassandre, le PIB de la planète a plus que doublé depuis l'an 2000. Aujourd'hui, les progrès technologiques doivent être perçus comme une opportunité plus que comme un risque, même si des aides à la reconversion doivent être multipliées pour gérer ce qu'on qualifiera de métamorphose plus que de crise.

On tentera d'analyser successivement les changements observés depuis la crise de 2008, puis trois des grands défis qui se présentent et enfin quatre des politiques à éviter.

1. Les changements observés depuis 2008 :

Les sujets abondent mais on se concentrera sur trois tendances : l'aggravation de l'endettement, le ralentissement structurel de la croissance économique et la faiblesse de l'inflation.

a. *L'aggravation de l'endettement encouragé par les taux bas :*

Il y a huit ans aux Etats-Unis, beaucoup de banques étaient en faillite, le crédit était arrêté, les obligations à haut rendement étaient à plus de 17%, les prix immobiliers reculaient de plus de 30%, les ventes de voitures diminuaient de 50%, le S&P était retombé à 800 (plus de 2400 aujourd'hui). Les Etats ont repris à leur compte en 2008 les passifs de certaines banques qu'il a fallu nationaliser et ont tenté, souvent sans succès, de stimuler la croissance par le déficit budgétaire. Les politiques monétaires d'injections de liquidités, \$14 000 milliards pour les quatre grandes banques centrales dont \$1100 milliards en 2017 ont conjuré le risque de déflation dans de nombreux Etats mais sont désormais un piège.

Aux prises avec ces nombreuses sollicitations, les Etats ont eu recours à l'endettement public mais cela ne saurait constituer une politique. Entre 2008 et 2015, la dette mondiale s'est accrue de quelques \$60000 milliards pour atteindre \$225 000 milliards, près de trois fois le PIB mondial alors qu'entre

2001 et 2008, elle n'avait cru que de \$15 000 milliards. Jamais la hausse de l'endettement n'a été aussi forte, jamais une reprise économique n'a été aussi faible. L'efficacité du capital d'un \$ de dette supplémentaire a été médiocre.

Aujourd'hui, le dilemme est clair : maintenir les taux bas, c'est poursuivre des investissements faiblement productifs, abandonner cette politique ce serait également provoquer des hausses de taux longs qui pourraient être fatales à de nombreux acteurs, Etats ou entreprises. Les agents privés sont contraints au désendettement car, comme le rappelle opportunément une étude de la *Stern School of Business* à l'Université de New York, près de la moitié des obligations cotées dans le monde sont classées en « high yield » et plus de la moitié de la dette américaine est considérée « junk ».

b. Le ralentissement de la croissance mondiale :

Entre 1960 et 1974, la croissance du PIB mondial a été annuellement de 5.2%. Entre 2008 et 2015, en dépit de multiples stimulations budgétaires et monétaires, elle n'a pas excédé 2.8%. Entre échecs et déceptions, on peut essayer de cerner les causes de ce ralentissement puis de se polariser sur l'affaiblissement des gains de productivité et enfin examiner le palliatif que constitue la stimulation budgétaire.

Trois causes de ralentissement :

- *La division par presque deux du taux de croissance de la Chine* : des années durant, la Chine a investi près de 50% de son PIB mais aujourd'hui elle est confrontée à des surcapacités dans de nombreux secteurs et elle a usé de la carte de l'endettement des entreprises pour tenter désespérément depuis 2008 de maintenir sa croissance. De 1,4x le PIB en 2008, la dette du pays est passée à 2,8x. Or la Chine contribue à 30/40% de la croissance mondiale. La Chine, c'est par exemple plus de 24 millions de voitures vendues contre 17,5 millions aux Etats-Unis et c'est près de 50% de la consommation mondiale de nombreuses matières premières.
- *Le ralentissement du taux de croissance aux Etats-Unis* : la reprise après 2009 a été deux fois moindre dans son ampleur que lors des cycles précédents. L'endettement privé, moteur de la croissance de la consommation des ménages durant les années 2000 n'a pu se poursuivre. La crise du secteur immobilier est venue stopper cette dynamique dangereuse d'endettement qui n'était rien d'autre qu'un succédané de la stagnation des revenus et un palliatif de l'érosion du pouvoir d'achat des classes moyennes observé depuis une trentaine d'années. *Mc Kinsey*, dans une étude sur vingt-cinq pays à hauts revenus a montré que les deux tiers des ménages ont souffert d'une stagnation, voire d'une baisse, de leurs revenus réels. Même contrainte avec l'endettement des entreprises puisque

Moody's dans une analyse des sociétés américaines non financières a pu constater que l'endettement est passé de 80% du chiffre d'affaires en 1980 à 93% en 2016.

- Ajoutons une autre cause, *la faible croissance de l'investissement*, résultante des surcapacités dans de nombreux secteurs ou conséquence, pour les PME de leurs difficultés à obtenir des crédits bancaires.

Comment aborder la question du ralentissement des gains de productivité ?

- *Les chiffres montrent le ralentissement des gains de productivité :*

La productivité est une clef de la création de richesse. Aux Etats-Unis, la productivité, selon le **FMI**, a triplé depuis 1915. Un américain moyen gagne en 17 semaines ce qu'il percevait alors en un an. Mais cette notion est délicate à appréhender. Dans une étude récente sur les pays développés, il souligne que la productivité totale, de 1%/an avant la crise de 2008 est tombée à 0.3%, ce qui aurait coûté 5 point de croissance.

En 2016, aux Etats-Unis, dans la nation la plus innovante, la productivité de l'heure de travail n'augmentait que de 0,5% quand les salaires s'appréciaient de 2,5% et ainsi la marge des entreprises était impactée. Le paradoxe, c'est que les gains de productivité n'ont jamais été aussi faibles alors que la diffusion de cette révolution numérique, comparée à la première et à la deuxième révolution industrielle, a été particulièrement rapide, touchant en peu d'années l'ensemble de la planète, tous les métiers jusqu'à l'organisation de la production.

- *Six causes de ralentissement des gains de productivité :*

. La faiblesse de l'investissement, c'est la thèse de **Larry Summers** qui parle de « stagnation séculaire ».

. L'absence d'effets d'entraînement des innovations récentes sur la croissance, c'est la thèse de **Gordon**.

. Les taux bas car ils ont permis à des entreprises peu compétitives d'investir et parfois d'accroître les surcapacités.

. Le recul du poids relatif de l'industrie.

. Le développement de services employant une main d'œuvre peu qualifiée.

. La diminution de la mobilité sociale aux Etats-Unis, sans doute imposée par la crise immobilière de 2008 et la moindre fluidité du marché.

- *Les interrogations sur la mesure des gains de productivité :*

Cette efflorescence de causes doit être tempérée. Comment mesurer les gains de productivité nés du numérique ? Comment estimer l'apport d'informations gratuites ? Hier, dans des économies à dominante industrielle, le quantitatif avait du sens, aujourd'hui dans des économies de services, le qualitatif prime. La prudence dans l'analyse s'impose et des économistes comme **K. Rogoff** ou **Martin Feldstein** n'hésitent pas à relativiser voire à contester ce déclin de la productivité.

La stimulation budgétaire comme tentation :

Pour élever la croissance potentielle, beaucoup pensent aux investissements publics. Si des dépenses publiques trop élevées sont un frein à la croissance, des investissements ciblés peuvent renforcer la croissance potentielle, offrir des économies externes aux entreprises et leur apporter un surcroît de compétitivité. C'est le sens du programme de Trump qui souhaite investir \$1000 milliards dans les infrastructures, c'est avant lui, l'initiative de Shinzo Abe de consacrer 1% du PIB à une telle politique, c'est également l'esprit du plan Juncker ou des réflexions franco-allemandes. Encore faut-il préciser de quoi on parle car la notion est floue. Il peut s'agir d'investissements dans les routes, le numérique, la recherche, l'éducation, les énergies renouvelables, les équipements militaires. Le spectre est large et les moyens financiers sont limités.

c. La faiblesse de l'inflation :

Tel est le 3^{ème} changement structurel. Les surcapacités dans de nombreux secteurs, l'ubérisation de l'économie, la perte d'influence des syndicats, la croissance du nombre des travailleurs indépendants, la substitution, dans certains cas, du robot à l'homme et la globalisation sont de puissants facteurs désinflationnistes.

Aujourd'hui l'apparent plein emploi observé au Japon, aux Etats-Unis, en Grande Bretagne et en Allemagne n'induit pas d'augmentation des salaires. Les objurgations de Monsieur Abe pour contraindre les entreprises à augmenter les salaires n'ont pas eu d'impact. L'introduction du smic en Allemagne, l'augmentation du salaire minimum décidée par Obama ou appliquée au Royaume Uni n'ont pas eu d'effet d'entraînement.

Les énormes injections de liquidités ont déjoué les approches monétaristes qui lient quantité de monnaie et inflation. Bien au contraire, elles ont contribué à nourrir des pressions déflationnistes en permettant la survie d'entreprises non compétitives. Sans oublier que du capital à taux bas, c'est de la substitution du capital au détriment du travail. Donc l'inflation ne menace toujours pas.

2. Les défis et les réponses :

De la première partie, il ressort que la marge de manœuvre des Etats est réduite par le niveau d'endettement et par l'abaissement du niveau de croissance potentielle. Analysons maintenant trois enjeux : le vieillissement et le financement des retraites, ensuite les incidences de la robotisation et l'importance de l'éducation. Enfin, les inégalités et le financement de la protection sociale.

a. *Le vieillissement démographique et le financement des retraites :*

A trop pointer les projecteurs sur les dettes publiques des Etats, on en oublierait presque l'enjeu plus grave du sous-provisionnement des prestations sociales et des retraites et les incidences de la baisse amorcée de la population dans de nombreux pays. La population mondiale était de 1,6 milliard en 1900, elle est de 7,5 milliards et devrait croître faiblement pour atteindre 9,2 milliards en 2050. Au cours des 65 dernières années, elle a cru de 1,6%/an et durant les 65 prochaines années, elle n'augmentera que de 0,6%/an. Il y a donc vieillissement et les plus de 60 ans dans le monde seront 1,2 milliard en 2025 mais 2 milliards en 2050. En Chine, ils passeront entre ces deux dates de 290 millions à 450 millions, en Inde de 155 à près de 300 millions et en Europe de 200 à 240 millions.

Hors immigration, la population allemande (82 millions en 2016) diminue depuis le début des années 70, celle de l'Italie (61 millions) depuis le début des années 90 et celle du Japon (127 millions) depuis 2006. Et ce n'est pas un hasard si ces pays ont une croissance économique plus faible que les autres. D'ici 2050, l'ONU anticipe un recul de la population polonaise (38 millions en 2016) de 5,5 millions, de la population roumaine (20 millions) de 4,3 millions et bulgare (7 millions) de 1,5 million.

Vieillesse et retraites :

Les dépenses de retraite, publiques et privées, représentent déjà 11 à 13% des PIB dans les pays développés. Et on peut ajouter les dépenses de santé, plus de 10% du PIB, car on sait que la fin de vie en est une cause essentielle. La France est un des rares pays développés qui enregistre encore une croissance démographique mais si, dans les années 50 on comptait un rentier pour cinq actifs, en 2010, c'était 1 pour 3,5 et en 2040, ce sera 1 pour 2. Aux Etats-Unis, par exemple, selon une étude récente, les engagements non provisionnés de sécurité sociale et de Medicare approchent \$70 000 milliards, montant très supérieur aux \$20 000 milliards de dette gouvernementale. Pour les seules retraites, une étude récente de *l'Institut Hoover* chiffre à \$4000 milliards le sous-provisionnement des villes et des entités fédérées.

Vieillesse et croissance :

Une baisse de la population active, c'est possiblement des pressions à la hausse sur les salaires et donc une perte de compétitivité. La baisse de la population n'est pas simplement un problème japonais ou

européen. Elle affecte également la Russie (146 millions en 2016) puisque la population décroît depuis 1991 et que la population active des 20-64 ans devrait diminuer de 72 millions à 68 millions d'ici 2035 et même de plus de 20 millions d'ici 2050. Le plus gravement affecté parmi les grands pays sera la Chine car, avec seulement 1,6 enfant/femme, la population des 20-64 ans régressera de presque 200 millions d'ici 2050. Pour certains, comme *Yi Fuxian* de l'Université de Wisconsin, la situation est pire car le taux de natalité récent ne serait même pas de 1,6 mais de 1,05 ! Anticipons donc un indispensable report de l'âge de la retraite conjugué à une diminution des pensions et un recours à l'immigration.

b. Les incidences de l'innovation et de la robotisation et les nécessaires investissements dans l'éducation :

Deuxième défi, également deuxième opportunité, l'innovation. Jamais une vague d'innovations n'aura présenté des effets aussi rapidement diffusés à tous les pays et à tous les secteurs, de l'industrie aux services, de l'automobile à la finance, en passant par le transport et le tourisme. Jamais une vague d'innovations n'aura affecté autant de salariés, d'abord les moins qualifiés, employés dans des tâches répétitives, mais de plus en plus des professions aussi qualifiées que celles des avocats ou des chirurgiens. Songeons que les Uber, Airbnb et autres naissent à peine il y a une dizaine d'années. Et, on entrevoit les formidables potentialités de la 3D, des véhicules autonomes, des biotechnologies, de la robotique et de l'intelligence artificielle. L'adaptation requiert des investissements accrus dans l'éducation et la formation.

En 1900 près de 80% de la population mondiale était illettrée, aujourd'hui moins de 15%. Le progrès est immense mais on doit s'interroger sur l'efficacité des politiques d'éducation. Deux exemples. Les Etats-Unis, car on y dénombre plus de 30 millions d'illettrés, soit 10% de la population du pays. La France, car chaque année 150 000 jeunes sortent de l'école en maîtrisant mal la lecture ou l'écriture. C'est un peu la même situation dans les autres pays, à l'exception des pays scandinaves. Si les dépenses d'éducation représentent 5.8% du PIB des pays de l'OCDE, elles s'élèvent à 7,3% en Suède et 8,7% au Danemark. Les pays émergents comprennent la nécessité d'un effort et ainsi, en Chine, les dépenses pour l'éducation sont passées de 2.5% du PIB en 2000 à 4%.

La robotisation comme ennemie de l'emploi ?

Si une étude de *l'OCDE* laisse entrevoir la disparition de 50% des emplois à l'horizon des prochaines années, il faut apporter des nuances. L'incertitude prévaut mais inspirons nous des chiffres de la *Fédération internationale de la robotique*. 127 robots pour 10 000 employés en France, 301 en Allemagne mais le taux de chômage allemand est près de deux fois plus faible qu'en France. De même, ce sont bien les pays qui ont le plus de robots, le Japon, l'Allemagne, la Corée du Sud, la Suisse, qui disposent de l'industrie la plus forte, la plus compétitive. En d'autres termes, la robotisation est un

facteur de compétitivité et taxer les robots serait une hérésie. Dans ce sens, une étude récente de *Deloitte* en Suisse a démontré qu'au cours des vingt-cinq dernières années, l'automatisation a créé plus d'emplois qu'elle n'en a supprimés. Face à la concurrence internationale, la robotisation est une chance pour les pays développés et offre une opportunité de relocalisation d'industries.

L'éducation, les actions contre l'inégalité scolaire, la formation permanente, les aides à la reconversion constituent des réponses au chômage structurel né des mutations technologiques. L'éducation jouera également un rôle clé en Afrique pour maîtriser la croissance démographique. Un tiers des enfants n'achèvent pas le cycle de l'école primaire et le taux de fécondité est encore de 7,5 enfants/ femme au Niger et de 6,8 au Mali. Ailleurs, au Vietnam, par exemple, grâce à l'éducation, le pourcentage des 10-14 ans exerçant un travail est tombé, entre 1993 et 2006 de 45% à 10%.

c. Les inégalités et le financement de la protection sociale :

3^{ème} défi, les inégalités. *Angus Deaton* a montré que les inégalités sont plus fortes qu'il y a deux siècles mais à l'époque la majorité de la population vivait dans le dénuement. Plus récemment, l'exemple chinois est éclairant. A la mort de Mao, les inégalités étaient faibles mais 90% de la population n'avaient rien. Depuis lors les inégalités ont cru. La Chine est un des pays les plus inégalitaires mais des centaines de millions de personnes sont sorties de la pauvreté. Il en va de même à l'échelle du monde car le pourcentage de la population qui dispose de moins de \$1,9/jour est passé de plus de 40% de la population mondiale en 1981 à 10% aujourd'hui.

Reste, l'appauvrissement d'une partie des classes moyennes qui peut favoriser l'accès au pouvoir de populistes quand, aux prises avec une croissance médiocre, les gouvernants ont peu à redistribuer. L'élection de Donald Trump est une illustration et une réaction à cette tendance comme elle est une réaction au fait que le pourcentage du patrimoine américain détenu par les 1% les plus riches est passé de 9% en 1980 à 34%.

L'éducation, la méritocratie sont des réponses aux inégalités, la préservation autant que faire se peut de la protection sociale en est une autre et n'oublions pas que cette voie sage a été promue par des conservateurs éclairés comme Bismarck ou Churchill.

3. Les mauvaises politiques :

Parmi les politiques préconisées ou mises en œuvre, quatre devraient être écartées : le protectionnisme, le Brexit, la baisse de l'impôt sur les sociétés aux Etats-Unis et la fermeture à l'immigration.

a. **Le protectionnisme** : 3 points.

L'histoire enseigne que les pays qui se replient sur eux-mêmes déclinent :

La Chine au XV^{ème} réalisait, selon les calculs *d'Angus Maddison*, près de 20% du PIB mondial et avait inventé quelques-uns des produits qui seront la clé du développement de l'Europe : la poudre à canon, nécessaire à la domination militaire, la boussole, utile pour l'exploration, l'imprimerie, vecteur de la diffusion du savoir. Mais la Chine des Ming s'est alors fermée au monde, a décliné et n'a pu empêcher la signature des traités inégaux imposés par la Grande Bretagne en 1842 à Nankin puis l'ouverture forcée de ports en 1860.

Le commerce international comme moteur de la croissance :

On compte deux périodes de forte croissance du commerce international : entre 1870-1914 il est passé de 18% du PIB mondial à 32% et depuis les années 50, après être retombé à 10% du PIB mondial en 1945, il s'est développé pour atteindre 60% du PIB mondial en 2007.

Le protectionnisme a sévi au moment de la crise des années 1890 (tarif Méline en France...) puis de la crise des années 30 (Smoot-Hawley Act aux Etats-Unis suivi de mesures analogues dans les autres pays).

Ces dernières années la croissance du commerce international a été moindre et en 2016, elle a même été inférieure à celle de la richesse mondiale.

A ce ralentissement, on trouve 4 causes structurelles :

- . La volonté des autorités chinoises de privilégier la croissance du marché domestique.
- . Le poids accru des services dans les économies.
- . La perte de compétitivité de certains pays émergents suite aux augmentations de salaires.
- . L'incidence de la robotisation ou des techniques de 3D qui rendent moins nécessaires les délocalisations.

A ces causes s'ajoutent des mesures protectionnistes dont Donald Trump se fait le chantre et dont on doit signaler l'incohérence pour une économie dominante et les risques sur le niveau de vie et la croissance.

Le procès de la mondialisation est mal mené :

Dénoncer les pertes d'emplois industriels, rappeler que les emplois industriels représentaient aux Etats-Unis plus de 13% des emplois en 1990 et seulement 8,5% aujourd'hui, incriminer les délocalisations ou la mondialisation, souligner qu'aux Etats-Unis, la balance commerciale de l'industrie manufacturière a glissé d'une situation d'équilibre en 1990 à un déficit dépassant 3,5% du PIB, c'est ignorer les gains de productivité très importants dans l'industrie, c'est omettre de préciser que les deux tiers de la réindustrialisation supposée à l'œuvre depuis 2009 concernent les pétroles de schiste, secteur capitalistique, pauvre en emplois.

Pour être clair, l'industrie américaine, comme en 1950 emploie 12/13 millions de personnes mais la production a été multiplié par six. L'industrie comptait alors 30% des emplois, aujourd'hui 8,5% car 100 millions d'emplois ont été créés dans les services.

Accuser la concurrence de la Chine, c'est méconnaître que seuls un des cinq millions d'emplois perdus par l'industrie américaine entre 1999 et 2011 est imputable à cette concurrence chinoise.

Stigmatiser le Mexique, c'est fragiliser l'économie mexicaine et c'est mésestimer l'apport que représente ce pays pour la compétitivité américaine. Un exemple, l'automobile. L'industrie automobile mexicaine c'est 30% des exportations du pays et près de 20% de sa production industrielle. Le Mexique produit 3,5 millions de voitures, en exporte 2,7 millions dont plus de 80% vers les Etats-Unis. La sous-traitance opérée au Mexique par les entreprises américaines est un élément de leur compétitivité, comme elle l'est pour l'Allemagne qui sous-traite la production de composants en Europe de l'Est car les coûts salariaux mexicains sont très inférieurs aux coûts américains. Il ne faut donc pas se priver de cet avantage concurrentiel.

Jamais l'imposition de droits de douane, Donald Trump a parlé de 45% avec la Chine, ne résoudre les problèmes du commerce extérieur. En revanche, le consommateur américain perdrait en pouvoir d'achat. Donald Trump doit abandonner l'option protectionniste et inciter la Chine à mieux respecter le libre-échange.

b. Le Brexit :

Certes on peut vanter la faiblesse actuelle du taux de chômage à 4,8% et la croissance du PIB à 2,2% mais le Brexit n'a pas débuté et la posture de Teresa May n'est pas cohérente. Qu'elle s'affirme libre-échangiste, soit, mais alors pourquoi quitter la zone de libre-échange européenne qui représente la première puissance commerciale mondiale. 51% des exportations britanniques sont à destination de l'Europe. Cela représente 13% du PIB anglais et neuf millions d'emplois. Indéniablement ses espérances sont confuses. Point de compensation à espérer des exportations à destination des pays du Commonwealth car elles sont marginales, moins de 10%. La relation privilégiée évoquée avec Donald Trump est un mirage. Enfin, les exportations européennes à destination du Royaume Uni ne dépassent

pas 2.5% du PIB de l'Union, ce qui autorise une position dure dans les négociations. Demain, un marché anglais de seulement 65 millions de consommateurs intéressera moins les investisseurs internationaux qui, ces dernières années, implantaient des usines pour exporter au sein du grand marché. Le secteur automobile est un exemple topique puisque la moitié de la production anglaise est exportée.

Les britanniques devront renégocier une cinquantaine d'accords commerciaux avec des pays tiers, ce qui sera long. Les banques londoniennes perdront le passeport européen, donc beaucoup d'emplois seront délocalisés et le secteur immobilier en subira les conséquences. Juste un exemple, sur les 300 000 emplois dans la finance à Londres, 10% sont liés à l'Euro et n'auraient plus de raison de rester. Ajoutons le risque de voir éclater le Royaume, de voir l'Ecosse (8% du PIB du Royaume) et l'Irlande du Nord grande bénéficiaire des fonds européens prendre leur indépendance et tenter de rejoindre l'Union. Depuis le référendum, la £ s'est dépréciée de plus de 10%, les prix des produits importés sont donc renchérissés, l'inflation s'aggrave à 2.8%, excède la hausse des salaires, ce qui oblige les ménages à recourir plus à l'endettement. Donc, prudence sur ce marché britannique.

c. La baisse de l'impôt sur les sociétés aux Etats-Unis :

Depuis 2003, le taux d'imposition des sociétés dans le monde a baissé d'un tiers et le taux moyen, fin 2016 était de 22,5%. Traditionnellement, les petits pays, exemple l'Irlande, les pays baltes et récemment la Hongrie, qui a choisi un taux de 9%, ont des taux d'impôt sur les sociétés bas pour compenser le faible attrait de leur marché. Les grands pays, Etats-Unis à 35%, Allemagne à 30%, France à 33%, Italie 31%, ont des taux plus élevés. Si les Etats-Unis abaissaient leur taux à 15%, ils obligeraient les autres à suivre et ce « dumping fiscal » pénaliserait tout à la fois les petits pays et le financement de la protection sociale.

d. La fermeture à l'immigration :

Entre exultation et émoi, l'enjeu migratoire est mal perçu et **Warren Buffett** a eu raison lors de sa dernière assemblée de rappeler la contribution des immigrés à la richesse des Etats-Unis et, il aurait pu dire, des autres pays. Souvent les entrants ont l'âge actif, donc les coûts d'éducation sont moindres et ils financent la protection sociale. Autre erreur de jugement, c'est vers d'autres pays émergents que se dirigent 80% des migrants. Ainsi, aux Etats-Unis, comme en France, l'immigration annuelle ne représente que 0,3% de la population. Focalisés sur les réfugiés syriens, les gouvernements ignorent la problématique africaine. Songeons que la population d'ici 2050 va passer de 1 à 2,5 milliards. Entre les effets du réchauffement climatique qui pourront susciter des migrations, la faiblesse de l'industrie donc des créations d'emplois dans beaucoup de ces pays, nombreux seront les facteurs qui pousseront des africains à émigrer. Pour amortir ces pressions, il faut dès aujourd'hui investir dans ces pays pour améliorer leur potentiel de croissance.

Conclusion : *Quelles sont les puissances de demain ? « Quand je m'examine, je m'inquiète, quand je me compare, je me rassure » Talleyrand*

Résumons : une probabilité, la faiblesse de la croissance potentielle ; une contrainte structurelle, l'endettement. Des défis, démographique, le vieillissement ; technologique, la rapide innovation ; politique, les inégalités. Des choix à éviter comme le protectionnisme, le Brexit, le « dumping » fiscal et la fermeture à l'immigration. Reste à déterminer quel pays pourrait sortir gagnant ?

L'Europe ? Cette citation pourrait bien s'appliquer à l'Europe. Jusqu'en 1914, elle était le centre du monde. En 1960, elle représentait 13% de la population mondiale, aujourd'hui moins de 7%. Son PIB en 1980, c'était 30% de la planète, désormais 18%. Parfois affaiblie, mais jamais sans ressources. Après avoir vu, entre 2009 et 2012, les mauvaises nouvelles s'accumuler comme des feuilles en automne, elle va rester une des régions les plus riches, saura gérer la concurrence et reste surpondérée dans nos portefeuilles.

La Russie ? Le monde bipolaire de l'après deuxième guerre est loin. Le PIB russe ne représente qu'un dixième du PIB chinois, la population est déclinante et le positionnement sur la technologie peu manifeste. Nous préférons le marché obligataire au marché actions. Les valeurs énergétiques sont souvent dépréciées mais quand nous voulons anticiper une appréciation des prix du pétrole, nous privilégions des valeurs de production américaines.

La Chine ? Certes, en 25 ans, le PIB/habitant a pu croître de \$300 en 1980 à plus de \$8000, certes la Chine a doublé son PIB ces 7 dernières années alors qu'il avait fallu 58 ans à la Grande Bretagne pour doubler le sien lors de son « take off » en 1780. Certes plus de 700 millions de chinois sont sortis de la pauvreté mais, aujourd'hui, si la Chine préserve un taux de croissance enviable, c'est au prix d'un endettement inquiétant : +\$4500 milliards l'année dernière, soit deux fois le montant observé aux Etats-Unis, cinq fois la croissance des encours constatée au Japon et neuf fois celle de la zone Euro, dont le PIB est pourtant proche. Aussi, nous ne voyons pas le Yuan comme une alternative au \$ et ne surpondérons pas ce pays dans nos portefeuilles.

L'Inde ? Le PIB/habitant a été multiplié par 5 depuis 1950. La population va augmenter de 400 millions d'ici 2050, la croissance du PIB est désormais la plus élevée de tous les grands pays mais l'épargne manque pour financer les infrastructures et créer 13 millions d'emplois/an sera difficile dans ce pays peu industriel.

L'Afrique ? Très dépendante des matières premières, peu créatrice d'emplois, elle reste un mirage car près de 550 millions d'habitants vivent encore en dessous du seuil de pauvreté et les infrastructures sont insuffisantes. Nous n'investissons pas en actions dans cette région.

Le Japon ? Certes Monsieur Abe veut délivrer le pays de la gangue déflationniste dans laquelle il s'est enfoncé depuis 1990. Mais la croissance reste faible et la démographie inquiétante. La surpondération, décidée récemment dans nos portefeuilles est donc temporaire.

Reste *les Etats-Unis ?* La population est toujours en croissance, le budget militaire, \$620 milliards, dépasse le budget cumulé des neuf suivants, le \$ reste la monnaie de réserve et la puissance financière attestée par les amendes infligées aux banques européennes, les nouvelles technologies ont une origine américaine, la langue est universelle. Alors que les Etats-Unis exercent une domination culturelle, la Chine n'a jamais manifesté le sentiment d'être un peuple élu ou de volonté hégémonique ailleurs que dans un périmètre régional. La civilisation occidentale produit parfois des frustrations mais face à elle, il n'y a pas d'alternative. En résumé, on ne croit pas à la convergence et on reste confiant dans l'avenir du monde occidental qui restera le socle de nos investissements en actions.

A côté des Etats, on doit mentionner la puissance des *grandes firmes de la technologie* car elles façonnent le genre de vie de presque toute la planète. La capitalisation des GAFAM atteint plus de \$2800 milliards, presque le PIB de l'Allemagne et plus que la Bourse allemande. Les liquidités qu'elles peuvent dégager pour financer la recherche et donc les innovations de demain, dépassent de beaucoup les budgets de recherche des Etats et, comme ces firmes sont toutes américaines, on peut penser que la domination américaine sur le monde va persister. **Shimon Peres** avait raison quand il affirmait que la révolution introduite par Facebook et Zuckerberg avait une incidence plus grande sur le monde que la révolution communiste.

Pour terminer, on rappellera qu'il convient d'être modeste devant ces prévisions, de ne pas confondre pronostics et prophéties et on admettra avec **Chateaubriand** que « *Tout le monde regarde ce que je regarde mais personne ne voit ce que je vois* ».