



BANQUE
ERIC STURDZA

GÉRER LES PRIORITÉS DANS UN MONDE ENDETTÉ ET EN FAIBLE CROISSANCE

"L'enfer, c'est la vérité perçue trop tard» Thomas Hobbes.

Bruno Desgardins

Juin 2018

La nostalgie : durant les « 30 Glorieuses », années de croissance élevée, un *Ivan Illitch* pouvait se permettre de dénoncer la société de consommation et de militer pour une société conviviale, un *Georges Friedmann* décriait le travail en miettes, un *Jacques Ellul* critiquait la « société technicienne » tandis que le *Club de Rome* prêchait l'arrêt de la croissance. Aujourd'hui, chacun comprend que sans croissance, il n'y a pas réduction de la pauvreté et des inégalités et l'interrogation porte sur les causes du ralentissement de la croissance potentielle, une croissance qui, depuis 2008, est presque deux fois plus faible que lors des cycles précédents. On se penchera sur les explications avancées par les économistes, *Robert Gordon*, *Lawrence Summers*, *Paul Krugman* et *Jérémy Rifkin* mais de la ritournelle, « C'était mieux avant ! », que *Michel Serres* a élégamment moquée dans son livre éponyme, on retiendra que la protection sociale, longtemps financée aisément par la croissance, est menacée. Avec les chocs pétroliers, les Etats ont voulu maintenir le système en acceptant de vivre à crédit, en accumulant les déficits budgétaires et l'endettement. Mais des choix, des arbitrages, des coupes s'imposent.

La réalité : si le PIB mondial a atteint \$80'000 milliards en 2017, la dette mondiale représente trois fois ce montant. Les Etats-Unis, avec \$19'400, réalisent près d'un quart du PIB mondial mais le PIB 2017 n'est que 15 points supérieur à 2007. De même, les PIB de l'Europe et du Japon ne sont respectivement que 6 points et 5 points supérieurs à ceux de 2007. Les pays émergents (Chine incluse) représentent 58% du PIB mondial mais les ratios d'endettement se sont également détériorés. La croissance économique n'étant plus ce qu'elle était, le financement de la protection sociale devient d'autant plus problématique que les Etats ne peuvent plus biaiser en choisissant l'endettement. Admettre cette analyse, c'est faire preuve de réalisme, la nier, c'est tomber dans le populisme et la démagogie, c'est accepter la fuite en avant et, égoïstement, transférer la charge du financement aux jeunes générations, pourtant moins bien dotées que les anciennes.

Le nécessaire ajustement : le cycle d'expansion se poursuit, la croissance mondiale, selon le FMI, devrait atteindre 3.9% en 2018 et à peine moins en 2019. Mais, ne nous méprenons pas, les vulnérabilités demeurent, les réformes économiques structurelles, souvent politiquement difficiles à mettre en œuvre, sont souvent différées, les inégalités sont en aggravation sensible partout et le prix à payer par les démocraties est une poussée du populisme. Les attentes de protection sociale des classes moyennes, les exigences et les espérances confuses des populistes de gauche comme de droite ne sont guère finançables mais, au lieu d'expliquer, certains préfèrent entretenir le rêve et la fiction. Là est le point de départ de l'analyse, là est aussi le point d'achoppement.

Des besoins financiers accrus, des capacités de financement réduites, telles seront nos deux parties : dépenses/investissements d'éducation, de formation, de recherche pour adapter les économies au monde, dépenses de retraite et de santé aggravées par le vieillissement, tels sont les besoins. Recettes pénalisées par la nocive concurrence fiscale entre les Etats et le ralentissement de la croissance, telles sont les contraintes. Depuis deux décennies, l'endettement privé a pallié la stagnation des revenus, l'endettement public a couvert les déficits budgétaires. Depuis 2008, l'abaissement des taux d'intérêt, donc du coût de la dette, par les injections de liquidités a été le nouvel élixir. Ces paradis artificiels, ces subterfuges, ont des limites qu'on ne saurait ignorer.

I. Des besoins financiers sans cesse accrus :

Les systèmes de protection sociale, à la lumière de la conjoncture, apparaissent comme une indispensable garantie face à une montée de régimes populistes mais ne peuvent plus être financés. Toujours généreux, certainement onéreux, parfois dispendieux et pas toujours efficace, telles sont les caractéristiques du modèle qui distingue l'Europe et la fragilise. Un modèle que chacun souhaite préserver mais qui doit être adapté. On se souvient du mot d'Angela Merkel « L'Europe, c'est 7% de la population mondiale mais 50% des efforts de protection sociale ».

En moyenne européenne, les dépenses de protection sociale approchent 29% du PIB, dont 45% pour la vieillesse, 36% pour la santé, 8.5% pour la famille et l'enfance, 5% pour le logement et 4% pour le chômage.

Confrontés au ralentissement de la croissance qui freine la création de richesses, confrontés aux exigences de compétitivité qui imposent une élévation des investissements dans l'éducation et la formation professionnelle et confrontés au vieillissement de la population qui aggrave le coût des dépenses de santé et de retraites, les Etats ont la facilité de recourir à l'endettement ou/et le dur choix d'un arbitrage entre les générations car ils ne peuvent pas tout financer et refusent, souvent, la compensation de la baisse de la natalité par le recours à l'immigration.

On analysera l'aggravation des dépenses, d'une part, liées à l'éducation et à la formation, d'autre part pour financer la santé et les retraites.

a. *L'emploi et les dépenses d'éducation et de formation :*

En 1900, 20% de la population mondiale savait lire, en 1950, 50%, aujourd'hui, note **Norberg**, ce sont les 4/5^{ème} et selon le World Economic Forum, deux tiers des enfants qui entrent à l'école primaire travailleront dans des métiers qui n'existent pas encore, ce qui montre l'importance de l'éducation et de la formation professionnelle.

En apparence, la conjoncture mondiale de l'emploi est satisfaisante. Le taux de chômage, selon l'OIT (Organisation internationale du travail), était de 6.4% en 2000, il devrait être fin 2018 de 5.5% et pourtant, dans l'intervalle, la population active est passée de 2.8 milliards à 3.45 milliards. Néanmoins, si Etats-Unis, Japon, Allemagne, Grande Bretagne, Suisse bénéficient d'une situation proche du plein emploi, les salaires n'augmentent guère et l'analyse révèle beaucoup d'emplois à temps partiel, précaires et mal rémunérés.

Certains, on pense à **Rifkin**, redoutent une raréfaction du travail, une fin de l'emploi salarié. Nous n'en savons rien et on restera fidèle à la mémoire d'**Alfred Sauvy** quand il notait que le progrès élimine moins d'emplois qu'il n'en crée. Il faut investir en formation pour s'adapter aux mutations de l'emploi, garder à l'esprit que les robots peuvent faire beaucoup mais n'ont pas la capacité à se substituer aux contacts humains.

Envisageons donc, la formation comme nécessité et l'éducation, comme un investissement.

- ***La formation comme nécessité :***

Ces dernières années, l'approche du plein-emploi n'a pas empêché une baisse du ratio salaires/valeur ajoutée et une stagnation des salaires. Problématiques pour le facteur travail, ont ainsi été la financiarisation des économies et la concurrence d'un capital bon marché et surabondant.

Aujourd'hui, la force d'un Etat ne résulte plus tant de celle de ses multinationales que de la qualité de sa main d'œuvre. En France, par exemple, on dénombrait cinq fois plus de secrétaires que d'ingénieurs en 1970 et aujourd'hui, le chiffre est comparable. **Robert Reich** écrit avec justesse que ce qui désormais prime pour un Etat, c'est la compétitivité de la main d'œuvre et non plus la compétitivité des grands groupes. Quand l'analyse des statistiques révèle que sur 75 des 192 millions de chômeurs dans le monde ont moins de 25 ans, on ne peut que déplorer les insuffisances des systèmes éducatifs. Quand on observe qu'en France, 80% des chômeurs n'ont pas été au-delà du Baccalauréat, quand on constate que chaque année, en France, et c'est pire aux Etats-Unis, 15% d'une classe d'âge, 120 000 enfants, sortent sans diplôme, on comprend l'importance de l'éducation. Investir dans la formation, c'est économiser sur l'indemnisation du chômage et c'est gagner en compétitivité.

C'est d'autant plus nécessaire qu'au ralentissement de la croissance potentielle dans les pays de l'OCDE qui freine la création d'emplois, s'ajoutent la concurrence permanente des pays émergents dans les secteurs exposés, la concurrence confirmée des robots dans de nombreux secteurs, la concurrence naissante de l'intelligence artificielle dans l'élaboration de diagnostics, la recherche d'information et les études de corrélation.

- ***L'éducation, comme investissement et non comme un coût :***

L'éducation a un coût et ainsi, 4 millions de naissances chaque année aux Etats-Unis, à raison d'un coût de formation de base de \$150 000 pour chaque enfant, c'est un budget annuel pour l'éducation de \$600 milliards, soit environ 3% du PIB. Globalement, les dépenses en faveur de l'éducation représentent 5.8% du PIB des pays de l'OCDE. Un pourcentage important mais qui devrait s'accroître car là réside un des principaux avantages comparatifs des pays développés. Les pays scandinaves l'ont compris et investissent plus de 7% de leur PIB. Les pays émergents ressentent également cette ardente nécessité et ainsi, en Chine, les dépenses pour l'éducation ont progressé, de 2.5% du PIB en l'an 2000 à 4% aujourd'hui.

Sans parler d'un déclin de l'Europe ou des Etats-Unis, la concurrence est accrue : Les statistiques de l'OMPI, l'Office mondial de la protection industrielle, montrent que s'il y a vingt ans, seulement 7% des demandes de brevet provenaient d'Asie, en l'occurrence Japon-Chine-Corée du Sud, aujourd'hui, c'est 47%. Et, une autre statistique de l'OMPI souligne qu'en 2015, la Chine a déposé 359 000 brevets quand les Etats-Unis n'en ont enregistré que 300 000. Il y a donc bien pour la Chine, un relais de croissance dans la technologie, les fruits d'un renforcement de l'effort d'éducation, d'un accroissement du budget de recherche à 2% du PIB et d'un développement de la robotisation. La Chine a son Facebook, c'est Tencent, son Google, c'est Baidu, son Amazon, c'est Alibaba et toutes ces capitalisations boursières figurent parmi les premières de la planète.

b. *L'inflation des dépenses de retraites et des dépenses de santé :*

- *La santé :*

La santé n'est pas non plus simplement un coût. Elle est, après l'éducation, un facteur clé de la compétitivité. Le secteur s'est mondialisé puisque les patients sont beaucoup plus mobiles, des groupes hospitaliers internationaux se constituent et l'équipement médical est le fait de grandes sociétés transnationales. Avec l'allongement de l'espérance de vie et la meilleure couverture des soins, partout les dépenses de santé s'accroissent. Selon l'OCDE, elles ont atteint \$5400 milliards en 2016 dans les pays occidentaux et, à l'échelle de la planète, elles représentent 10% du PIB. Le pays qui dépense le plus, ce sont les Etats-Unis : 5% du PIB en 1960, 12.5% en 2000, 17% du PIB en 2017, soit \$3200 milliards, c'est-à-dire, près de \$10 000/américain. Et cette augmentation interpelle car le pays est loin d'avoir la plus longue espérance de vie. En Europe, à titre de comparaison, la dépense globale est de \$1600 milliards, soit une dépense par habitant moitié de celle des Etats-Unis à \$5000/habitant, avec une exception notable, la Suisse qui dépense \$7900/habitant. Au Japon, le coût de la santé est de \$500 milliards. Dans les pays émergents, la dépense/habitant est très inférieure et on retiendra les chiffres de la Chine et de l'Inde, respectivement \$730/habitant et \$250/habitant, selon les estimations de l'OMS (Organisation mondiale de la santé).

Devant l'inflation des dépenses, on comprend l'initiative de Berkshire, Amazon et JP Morgan qui, aux Etats-Unis ont annoncé la création d'une société commune qui offrira un système de soins plus économique pour leur million de salariés.

On peut également attendre beaucoup des progrès de l'intelligence artificielle pour renforcer l'efficacité des systèmes de santé, améliorer la prévention, les diagnostics, développer l'usage de robots utilisables 24 heures/24 et promouvoir les prothèses en 3D (couronnes dentaires...).

- *Les dépenses de retraite :*

Depuis 1950, il a fallu gérer une forte croissance de la population mondiale de 2.5 milliards à 3 milliards en 1960 et 7.5 milliards aujourd'hui. Actuellement, la croissance démographique est beaucoup plus lente puisque la population atteindra, selon les estimations de l'ONU, 9.7 milliards en 2050. D'une croissance annuelle de 2% il y a cinquante ans, on est tombé à 1%/an. Seul le continent africain affiche un développement rapide de sa population puisque de 1.2 milliards aujourd'hui, celle-ci passera à 2.5 milliards en 2050, un doublement en trente ans. Dès 2030, par exemple, le Nigéria deviendra le troisième pays le plus peuplé devant les Etats-Unis.

Hors Afrique, le problème n'est plus la croissance de la population mais son vieillissement. L'espérance de vie moyenne des hommes à l'échelle de la planète s'est considérablement allongée de 50 ans en 1960 à 69 ans en 2015 et dans le monde, les plus de 60 ans vont passer de 960 millions en 2017 à 1400 millions en 2030. Devant un tel allongement, un report de l'âge de la retraite est logique, encore faut-il le faire accepter aux salariés.

Le problème du vieillissement est aigu au Japon car la population baisse chaque année. Le pays recourt à la robotisation et, en dépit d'une diminution de près de 4 millions des actifs de 15 à 64 ans entre 2012 et 2016, il est parvenu à accroître le nombre de personnes employées de 1,8 millions. Deux raisons à ce chiffre qui a tout d'improbable : un pourcentage plus élevé de femmes en activité, désormais 68% pour les 15-64 ans et, une hausse du nombre des 65-69 ans en activité, désormais 45% à travailler contre 28% en 2012 ! Nonobstant ces efforts, les perspectives sont sombres car les naissances, en 2017 n'étaient que de 940 000, plus bas chiffre depuis 1899 (au pic elles atteignaient 2.7 millions). Le nombre de 20-29 ans, de 18.3 millions en 2000 est tombé à 12.8 millions aujourd'hui et ne sera plus que de 10.5 millions en 2050 ! Ce n'est pas la gratuité des frais de crèche ou d'éducation proposée par le premier ministre Abe qui va inverser cette tendance et si le nombre de travailleurs étrangers a augmenté, il ne dépasse pas 1.2 million, moins de 1% de la population.

Cet exemple japonais est passionnant mais ailleurs les mentalités ne sont pas mûres. Il n'est que de considérer l'Italie, un des pays européens avec l'Espagne et l'Allemagne, où la natalité, 1.3 enfant par femme, est la plus faible, un pays où ¼ des femmes n'ont pas d'enfants et où un autre quart n'en ont qu'un seul, un pays où la population diminue de plus de 150 000 chaque année et pourtant, il appert que la nouvelle coalition au pouvoir envisage d'abaisser l'âge de la retraite ! En France, depuis 50 ans, le nombre de retraités a augmenté de 11 millions pour atteindre 14 millions alors que la population active n'a augmenté que de six millions. L'arithmétique est claire et on comprend la difficulté d'équilibrer le système.

Un cas critique, peu évoqué, c'est la Chine : si le nombre d'enfants par femme est tombé de 6,4 en 1965 à 1,6 actuellement, si la politique de l'enfant unique a évité 300 à 400 millions de naissances et si la population va peu évoluer entre 2015 et 2030, de 1,37 milliard à 1,45 milliard, le pourcentage de plus de 60 ans va passer de 16% à 25%. La population des 15-59 ans diminue depuis 2014 et va régresser de 80 millions d'ici 2030 et de 250 millions d'ici 2050. On peut conjecturer que le Président Xi imposera une élévation de l'âge de la retraite, actuellement de 55 ans pour les femmes et de 60 ans pour les hommes, mais il n'empêche, ce vieillissement ne sera pas sans incidence sur la croissance économique et sur le taux d'épargne. Les systèmes de retraite étant embryonnaires, la généralisation de la couverture sociale ne datant que de 2014, les chinois vont garder une importante épargne de précaution, préjudiciable à la consommation. Et, l'abandon de la politique de l'enfant unique n'a guère eu d'effets sur la natalité : 17.2 millions en 2017 après 17.8 millions en 2016 et 16.5 millions en 2015.

Parmi les solutions, le report de l'âge de la retraite : la Grande-Bretagne s'engage dans cette voie en portant l'âge à 68 ans pour ceux nés après 1970. En outre, il faut encourager l'activité après 62 ans mais l'analyse de l'exemple américain enseigne que cela est plus facilement accepté par les diplômés que par les autres : si seulement un tiers des équivalents bacheliers travaillent entre 62 et 74 ans, les deux tiers des équivalent Bac plus 5 ans demeurent actifs.

Au-delà de l'âge de la retraite, le débat doit porter sur la solidarité entre générations :

Les jeunes supportant souvent des prêts étudiants, ont du mal à trouver un premier emploi et ont devant eux le spectre d'une crise des fonds de pensions pénalisés par les taux bas, la dégradation du rapport actifs-inactifs et la faible croissance économique.

Les plus âgés, dans les pays de l'OCDE, ont profité des décennies de croissance forte et des années d'inflation qui ont favorisé leurs investissements dans l'immobilier. En outre, en Europe, ils ont souvent bénéficié d'une revalorisation du minimum-vieillesse : en France, par exemple, le pourcentage de pauvres parmi les retraités est passé de 28% en 1970 à 10% en 2016 alors que pour les 18-29 ans, il est de 18%.

De cette première partie, on retiendra que l'investissement dans l'éducation, la formation, la santé, sont des coûts mais également des moteurs de la croissance économique. Le numérique devrait apporter un surcroît de compétitivité dans l'éducation et la santé, deux des pôles les plus onéreux de l'Etat Providence et donc on doit s'en féliciter. D'autres facteurs jouent, la qualité des infrastructures, le niveau de la recherche, la flexibilité du marché de l'emploi, la plus ou moins grande facilité à créer des entreprises, mais on va analyser ces différents points dans la deuxième partie.

II. **Le ralentissement de la croissance et ses palliatifs :**

Selon *Krugman* « *La productivité n'est pas tout mais à long terme, c'est presque tout* ». Et, si on ne sait pas quantifier la croissance née de l'innovation, elle est incontestable. En 2017, la croissance mondiale, selon le FMI, a été de 3.4%, après 3.1% en 2016. L'année 2018 poursuit cette tendance et le cycle économique de croissance est ainsi le deuxième plus long depuis la guerre. Doit-on jubiler? Non car la croissance, au regard des cycles précédents, est faible et surtout financée par un endettement accru à taux bas.

Analysons successivement, le ralentissement de la croissance puis l'aggravation de l'endettement.

a. *Le ralentissement de la productivité et de la croissance :*

De ce ralentissement, on peut d'abord faire un constat, puis établir les causes et broser les perspectives.

- *Le constat : les fruits des périodes de croissance.*

La croissance est la clé du niveau de vie. Si, en 1789, en France, 85% du budget des ménages était consacré à l'alimentation, aujourd'hui, c'est 15%. *Jacques Marseille* a ainsi pu établir que le revenu/habitant en monnaie constante est passé d'Euros 1400 en 1843 à Euros 22 000 en 2008. Chacun peut ainsi gagner en un mois ce que son grand aïeul gagnait en un an et, dans l'intervalle, la durée du travail a été divisée par deux. Aux Etats-Unis, les études de *Robert Fogel* aboutissent à des conclusions similaires : la part du revenu moyen consacrée à l'alimentation est tombée de 49% en 1875 à 5% en 1995, celle dédiée à l'habillement de 12% à 2% et celle consacrée au logement de 13% à 6%. Dans le même ordre d'idées, *Gilbert Cette* et *Rémy Lecat* ont pu montrer

une multiplication par 10 du PIB/habitant aux Etats-Unis entre 1896 et 2015, par 8 en France, par 6 en Grande-Bretagne et même par 23 au Japon. Et ceci s'explique notamment par l'augmentation de la productivité horaire du travail, multipliée durant cette période par 13 aux Etats-Unis, 21 dans la zone Euro et 44 au Japon.

Si, entre 1948 et 2000, aux Etats-Unis, la croissance annuelle du PIB/habitant a été de 2,3%/an, depuis lors, elle est inférieure à 1%. En France, la croissance du PIB était de 5.6%/an dans les années 60, 3.7%/an dans les années 70, 2.2% dans les années 80, 1.9% dans les années 90, 1.5% dans les années 2000 et 0.3% depuis lors !

Même tendance pour la productivité : aux Etats-Unis ou dans la zone Euro, l'évolution n'a pas été linéaire depuis la fin du XIX. La croissance de la productivité horaire du travail a été élevée entre les deux guerres, particulièrement notable pendant les 30 Glorieuses, modeste entre 1975, date du premier choc pétrolier, et 1995, à nouveau substantielle, avec la diffusion des progrès de l'informatique, entre 1995 et 2007, et depuis lors faible. Alors que la productivité dans le secteur marchand non agricole était de +2.8%/an entre 1995 et 2004 aux Etats-Unis, elle est tombée à 1.3%, la décennie suivante. Au Japon, la productivité est passée de 3.2%/an dans les années 80 à 0.5% en moyenne annuelle, ces dix dernières années. Dans tous les cas, le débat est animé pour savoir si les effets du numérique sur la productivité des entreprises sont déjà intégrés ou à venir.

Sans doute, peut-on contester ces chiffres et admettre que dans une économie de services, la mesure de la croissance est plus difficile. Les aspects qualitatifs de la nourriture ou du logement n'apparaissent guère, les services gratuits, l'accès à Wikipédia, par exemple, ne sont pas enregistrés. Philippe *Aghion* juge ainsi sous-évaluée de 50% la croissance du PIB depuis 2006 au motif qu'on ne sait pas mesurer la croissance suscitée par les innovations dans le numérique. A quoi sert, par exemple, de comparer un I-phone avec un téléphone traditionnel ? *Joel Mokir* professe aussi une approche optimiste, l'idée que la faiblesse de la productivité est transitoire car la diffusion des robots, la fermeture des guichets de banques, l'automatisation des caisses dans les magasins vont relever la productivité. L'idée que le travail ne se mesure plus en heures mais s'apprécie en termes de savoir-faire, l'idée, qu'il est malaisé d'évaluer le temps de travail en dehors des horaires. L'idée enfin, qu'Internet économise des intermédiaires. D'autres, plus pessimistes, voient dans l'utilisation de Facebook ou autres, une cause de baisse de productivité car beaucoup de temps est ainsi absorbé. Quoi qu'il en soit, in-fine, le seul indicateur à observer est la stagnation des salaires.

- *Les causes du ralentissement de l'expansion :*

Devant l'importance de cette thématique, on ne compte plus les études sur le sujet et on se bornera ici à rappeler les plus intéressantes.

Gordon a une approche pessimiste : beaucoup de facteurs concourent à l'amenuisement de la croissance : la stagnation de l'éducation, le vieillissement, le haut niveau d'endettement, le faible effet d'entraînement des nouvelles technologies, la moindre demande pour les investissements dans l'industrie, le ralentissement des investissements publics, la diminution de la mobilité aux Etats-Unis car, les jeunes actifs, déjà endettés, restent habiter chez leurs parents. Et il estime que les effets positifs de la diffusion du numérique sont derrière nous.

L'approche d'**Arrow** montre que la confiance est le facteur déterminant de la croissance et prime l'incidence du progrès et de l'éducation. Sans confiance, il y a moins d'investissements et moins d'innovation.

Larry Summers explique le ralentissement de la croissance par la concentration de l'épargne, l'insuffisance des opportunités d'investissement, la baisse des taux d'investissement et l'insuffisance des débouchés.

Selon le **Roosevelt Institute**, la faible productivité résulte de l'insuffisance de la demande, laquelle décourage l'investissement de productivité. En d'autres termes, s'il n'y a pas dynamisation de la demande, la stagnation séculaire persistera.

J. Sachs se concentre sur l'économie américaine et pointe les faibles créations d'entreprises. Il évalue à 1.8 million le nombre d'emplois supplémentaires si le pays bénéficiait du même nombre de jeunes entreprises que dans les années 80.

A ces causes, on peut en ajouter d'autres, certaines structurelles comme l'épuisement de l'effet rattrapage dans beaucoup de pays émergents et l'épuisement de l'effet travail additionnel des femmes, certaines conjoncturelles, comme la diminution du taux de chômage des moins qualifiés qui expliquerait la moindre croissance de la productivité horaire. En revanche, de l'arrivée de migrants qualifiés, on peut induire qu'après l'acceptation initiale de n'importe quel emploi, le choix d'un emploi plus qualifié aura un effet positif sur la productivité horaire. La concurrence des migrants, sous l'angle économique, est négligeable. Meilleur exemple, l'Allemagne qui après intégration de plus de 1 million de syriens affiche toujours le plus faible taux de chômage de tous les grands pays européens.

- Les perspectives :

L'innovation devrait rester forte: d'une part, il y a un accroissement majeur du nombre de chercheurs dans le monde entier. D'autre part, la récompense pour les vainqueurs, les entreprises « leader », est immense puisqu'il s'agit, en peu d'années d'une position quasi monopolistique à l'échelle de la planète. Il n'est que de voir le parcours boursier des GAFAM, dont la capitalisation dépasse celle de l'Allemagne et sans surprise, trois des cinq plus grandes capitalisations boursières mondiales sont des plateformes multifaces.

Les pays les mieux placés, ceux qui dépensent le plus en recherche sont Israël, 4.3% de son PIB, la Corée du Sud 3.7%, la Suède, 3.3%, l'Allemagne 2.8%, les Etats-Unis 2.7% (chiffres 2011). L'expérience montre qu'en 2008, les économies qui investissaient le plus en recherche et développement ont mieux résisté à la crise et symétriquement, les pays d'Europe du Sud qui consacraient peu à la recherche ont subi une crise profonde. D'où l'importance de cet effort public et privé.

La robotisation est une chance pour l'industrie européenne ou américaine : A ce titre **Dani Rodrick**, professeur à Harvard, évoque le risque d'« une désindustrialisation prématurée » des pays émergents. Le directeur de la Banque Mondiale juge que près de 70% des emplois indiens, 77% des emplois chinois dans l'industrie sont ainsi menacés. Dans le textile, 27 millions d'emplois, entre l'Inde, le Pakistan, le Bangladesh, seraient exposés et près

de 10 millions dans les pays de l'ASEAN (Association des Etats d'Asie du Sud Est). Beaucoup de ces emplois, il y a quelques années encore, étaient en Chine mais aujourd'hui, celle-ci a des coûts salariaux assez comparables à ceux du Portugal. Le développement de la 3D a déjà permis des relocalisations. Dès 2016, Adidas a inauguré une usine automatisée en Allemagne. La robotisation devient une alternative à des fonctions de journalistes, de traducteurs, de comptables, certaines activités juridiques et les caissiers dans les magasins. Si ces derniers emplois apparaissent menacés, ce sont les clients qui, en fait, décideront.

Au nombre des catalyseurs de la croissance prochaine ressortent autant de thèmes boursiers porteurs, comme la robotisation et l'intelligence artificielle, la transition écologique, le marché des « seniors », les classes moyennes des pays émergents. Egalement, peuvent rester attractifs certains pays émergents qui disposeraient d'un potentiel de rattrapage de productivité car les progrès de l'éducation y sont récents et beaucoup de quinquagénaires n'en ont pas bénéficié.

b. Une hausse de l'endettement masquée par le maintien des taux à un niveau bas :

Pour pallier les effets du ralentissement de la croissance, la solution de facilité a été l'endettement. Au regard du très faible niveau des taux d'intérêt dans le monde, le recours à la dette, par des Etats, désireux de financer des projets d'infrastructures, ou par des entreprises intéressées à racheter leurs actions apparaît comme une opportunité mais on ne peut occulter les risques, une perte de confiance, une remontée des taux, car les encours de dettes, plus de trois fois le PIB mondial, sont élevés.

Depuis 2008, sont observées une dégradation des finances publiques dans les pays de l'OCDE, une forte accélération de l'endettement des entreprises et des provinces chinoises et un accroissement sensible de l'endettement dans les pays émergents.

Examinons successivement cette aggravation, puis l'effet des taux bas et enfin les perspectives :

- L'aggravation de l'endettement :

Entre 2001 et 2007, l'aggravation de l'endettement des ménages a, selon les estimations, ajouté chaque année, 0.6 point de croissance aux Etats-Unis, 0.8 point en Grande-Bretagne et 0.5 point dans la zone Euro hors Allemagne. Une contribution importante qui n'est néanmoins pas reproductible à l'infini.

La crise de 2008 résultait d'un excès de dettes privées, la sortie de la crise a été permise par une aggravation des dettes publiques souveraines qui atteignent près de \$19 000 milliards aux Etats-Unis, plus de \$10 000 milliards au Japon, près de \$5000 milliards en Chine, \$2500 milliards en Grande-Bretagne, à peine moins en Italie, France et Allemagne. Globalement, l'endettement mondial a crû de 50% depuis 2008.

Etats-Unis : point important à retenir, le pays a toujours connu la dette puisque lors de sa constitution la dette représentait 30% du PIB mais il est également bon de rappeler que l'Etat fédéral, à la différence de beaucoup d'autres, n'a jamais fait défaut, autrement qu'en laissant baisser sa devise, c'est-à-dire en spoliant les

investisseurs internationaux. En 1945, la dette publique atteignait 1.1x le PIB, en 1980, 35%. Puis, ce fut la présidence Reagan qui, en allégeant les impôts, accroissant le budget militaire, a porté la dette à 55% du PIB. Depuis la présidence Bush en 2001, même dérapage, pour les mêmes raisons. La dette publique n'était que de \$3300 milliards en 2001, elle est en 2018 de \$20 000 milliards. Depuis 2008, la dette fédérale a presque crû deux fois plus rapidement que la croissance du PIB pour dépasser 100% du PIB et la FED en a acquis 25%. Donc \$2 de dette n'ont permis que \$1 de croissance. Egalement, est constatée une aggravation de l'endettement des entreprises américaines, \$1700 milliards pour la seule année 2017, plus de \$500 millions depuis le début de l'année qui, souvent sert à financer des rachats d'actions. Au total, la dette du pays s'élève à 3.3x le PIB.

C'est en Chine, qu'en valeur absolue, la dette a le plus augmenté depuis 2008, l'équivalent de près de 20 points de PIB chaque année. Fin 2017, elle représentait 2,8x le PIB dont 1.6x le PIB pour les entreprises, ce qui a incité les agences de notation à abaisser la note du pays. A l'inverse, l'Etat et les ménages demeurent modérément endettés, chacun à 40/45% du PIB. Depuis 2008, 40% de la dette mondiale supplémentaire est imputable à la Chine. Grâce à cette dette, la Chine a pu maintenir un taux de croissance du PIB à 7%. A cause de cette dette, il y a eu accumulations de surcapacités que le gouvernement ne peut maintenir car la rentabilité des sociétés est affectée. Il est erroné d'imaginer que les réserves de changes, près de \$3100 milliards, contrebalancent la dette. On a vu en 2016 que le ralentissement de la croissance a provoqué des sorties de capitaux et une diminution des réserves de \$1000 milliards.

C'est au Japon que depuis de nombreuses années, la dette, en pourcentage du PIB, est la plus élevée : 4 fois le PIB car ces 20 dernières années, le déficit budgétaire annuel moyen a excédé 6%. En 1973, la dette publique japonaise n'était que de 10% du PIB, en 1985, de 60%, aujourd'hui 240%. Grâce à l'intervention de la Banque du Japon, grâce à ses achats massifs d'obligations depuis 2012, le coût de cette dette n'excède pas 2% du PIB. En 2008 la BOJ ne détenait que 12% de la dette souveraine, fin 2017, c'était 40%, l'équivalent de 75% du PIB. A ces montants, on ne trouve aucun équivalent dans le monde mais, la charge de la dette absorbe néanmoins un quart du budget, presque autant que les dépenses sociales qui en accaparent un tiers. On évalue ainsi l'effet d'éviction. Confronté à un tel mouvement, le fonds de retraite des fonctionnaires, le GPIF, qui gère Euros 1250 milliards a dû réviser sa politique d'investissement, diviser par deux l'allocation obligataire de 60 à 30%, et accroître plus ou moins en haut de cycle, son allocation en actions japonaises et étrangères, ajoutant ainsi une exposition devises.

Dans la zone Euro, la dette publique était à 65% du PIB en 2007, 89% en 2017, en léger recul depuis 2015. L'intervention de la BCE a été massive puisqu'elle a acquis Euros 920 milliards d'obligations en 2016, Euros 720 milliards en 2017, alors que le déficit budgétaire, donc la nouvelle dette, n'excédait pas Euros 250 milliards. Elle a ainsi pu acquérir 25% du stock de dettes et abaisser fortement le coût de la dette. Il est étonnant de constater un taux inférieur à 2% pour la dette du Portugal avec un taux d'endettement de 130% du PIB.

La dette des pays émergents atteint également un niveau record et, pour certains pays, comme l'Afrique du Sud ou la Malaisie, qui ne disposent que de faibles réserves et de beaucoup de dettes en \$, l'appréciation récente de la devise américaine est un facteur d'inquiétude. Le cas extrême est bien sûr le Venezuela. En revanche, la situation

est peu risquée dans des pays comme l'Inde ou les Philippines qui jouissent de réserves de change substantielles et de peu de dettes extérieures.

- ***Le maintien des taux à un niveau bas comme succédané de l'endettement :***

Conceptuellement, une injection de liquidités, « quantitative easing », c'est une mise à disposition d'un pouvoir d'achat fictif sans création de richesses en contrepartie. Concrètement, dans l'hypothèse de taux négatifs, il y a redistribution de richesses entre l'Etat et les épargnants puisque le taux négatif est une sorte d'impôt.

Pour amortir le coût de la dette, les grandes banques centrales ont acquis une part substantielle, 25 à 40%, du stock de dettes souveraines. Après multiplication par cinq de leurs bilans en dix ans, ceux-ci excèdent \$17 000 milliards et on entrevoit mal un retour à la normale.

Il y a deux effets paradoxaux au maintien de ces taux bas : d'une part, ils aggravent les inégalités car ils favorisent l'appréciation de la Bourse et, on le sait, la détention d'actions est concentrée. D'autre part, ils favorisent la substitution du capital au travail, expliquent la baisse du ratio salaires /valeur ajoutée, permettent la survie d'entreprises objectivement condamnées, donc le maintien de surcapacités qui découragent l'investissement. Ainsi la croissance comme le processus de « destruction créatrice » cher à *Schumpeter* sont freinés ! Pour ces deux raisons, on peut dire que la dette publique attise le populisme.

Afin d'assurer le placement de ces obligations à faibles taux, la réglementation dite Bâle III abaisse les exigences en fonds propres des banques qui acquièrent des obligations d'Etat.

- ***Quelles perspectives ?***

Entre 1995 et 2007, plusieurs Etats occidentaux avaient sensiblement abaissé leurs ratios d'endettement. L'exemple était l'Irlande qui avait réduit sa dette publique de 80% à 25% du PIB. D'autres pays européens, la Belgique, le Danemark, la Suède, les Pays-Bas avaient également réduit de plus de 25 points leur endettement.

Aussi longtemps que les injections de liquidités persistent et que la confiance des investisseurs n'est pas entamée, la situation semble gérable : dans la mesure où les banques centrales reversent aux Etats, sous forme de profits, l'intérêt acquitté par l'Etat, l'achat de dettes par la banque centrale équivaut à une annulation. Quid du futur ? Certains comme Stanley Fisher, ancien membre de la FED, jugent inutiles de réduire le bilan de la FED. D'autres vont plus loin et préconisent une annulation d'une partie de la dette. A l'inverse, d'autres encore sont préoccupés de constater que les taux ont perdu leur rôle d'indicateur de marché et souhaiteraient revenir à des bilans de banque centrale comparables à 2008. La première option présente un inconvénient majeur que l'on peut qualifier, après *Keynes*, d'« *euthanasie des rentiers* »: les taux bas fragilisent les caisses de retraite, les obligent à investir dans des classes d'actifs plus volatiles. L'abondance de liquidités provoque à terme une diminution du rendement de toutes les classes d'actifs donc un recul du pouvoir d'achat des retraités. Les deux autres options sont plus ambiguës : d'un côté, une annulation serait une incitation au laxisme, de l'autre, on voit mal comment les Etats pourraient abaisser substantiellement leurs dettes car les dépenses discrétionnaires sont très faibles.

Il est illusoire d'imaginer que les banques centrales auraient fait disparaître les cycles. Nous vivons dans une douce torpeur : injections de liquidités sans inflation, croissance économique faible mais sans appauvrissement, déficits budgétaires qui permettent des investissements dans la recherche et les infrastructures. Mais on devrait s'alarmer que ces injections n'accélèrent pas le crédit et donc la croissance. Une aggravation de l'endettement est un frein à la croissance car les contribuables craignant un alourdissement de l'impôt peuvent freiner leur consommation. Ainsi, soyons vigilants, nous sommes en haut de cycle, les politiques monétaires restent expansionnistes dans la zone Euro et au Japon, les politiques budgétaires le sont également aux Etats-Unis et au Japon. Si demain les taux officiels (on ne parle pas des taux longs) remontaient à 3%, dans un pays endetté à hauteur de 3x le PIB, il faudrait une croissance nominale du PIB de 9% pour en stabiliser le coût. Une gageure difficile à imaginer, que l'Europe pourrait surmonter en décidant de mutualiser une partie des dettes au niveau fédéral.

Conclusion : « *Un âge d'or finissait, un autre se levait, ourlé de noir* » *Paul Morand.*

A la fin du Candide de *Voltaire*, à la question de Pangloss, « Que faut-il faire ? », le derviche répond « Te taire ». Ce n'est pas l'option choisie dans cette note puisqu'on aura souligné 4 fragilités :

- Fragilité politique : invariablement les graves crises économiques ont un tempo en trois temps : tout commence avec une crise boursière, octobre 1929 et 2007/2008. Ensuite, vient le temps de la crise économique, le début des années 30 et la période 2009-2013 dans la zone Euro. Enfin, les crises politiques, le développement des populismes, l'Allemagne et les pays d'Europe centrale après 1933, les démocraties européennes et les Etats-Unis aujourd'hui. C'est avec raison que *Snyder* rappelait récemment que « *Nous ne sommes pas plus sages que les européens qui ont vu la démocratie succomber au fascisme* ». Comment comprendre que des pays en croissance comme la Pologne aient pu céder le pouvoir aux proches de Kaczinski ? Comment analyser la percée du populisme et de l'extrême droite dans des pays comme le Danemark ou la Norvège, réputés pour leur haut niveau de protection sociale, classés en tête des pays pour la qualité de vie, et bénéficiaires d'une situation de plein emploi ? Comment expliquer que la démocratie, conquérante après la chute du mur de Berlin, aussi bien alors en Europe de l'Est qu'en Afrique et en Amérique Latine, soit aujourd'hui en repli ? Certes *Norberg* dénombrait 30 démocraties en 1974, 76 en 1990, 125 en 2015 mais les démocraties « illibérales » sévissent dans quelques grands pays, Russie, Turquie...
- Fragilité économique : la difficulté à relever les défis économiques -dix ans de croissance faible, d'aggravation des inégalités, de stagnation de revenus de la classe moyenne, de fragilisation du marché du travail avec la multiplication des emplois précaires plus les défis migratoires- concourent à cette propagation des partis populistes avec leur cortège d'illusions. Les perspectives ne sont pas roboratives car le défi migratoire n'a pas encore pris sa pleine dimension : si la part de l'Europe dans la population

mondiale est tombée de 21% en 1950 à 10%, celle de l'Afrique est passée de 9 à 16% et surtout dépassera 25% en 2050. Difficile d'imaginer que les flux de migrants se tarissent !

- Fragilité financière : la mondialisation ne doit pas être une compétition vers le moins disant social. Si la concurrence fiscale entre Etats est une réalité, cette diminution de recettes handicape le financement de la protection sociale, nourrit les courants populistes tandis que l'incidence sur la productivité et la croissance reste négligeable : l'impôt sur les sociétés est partout beaucoup plus faible que dans les années 60 mais la croissance est deux fois moindre qu'à l'époque. La Grande-Bretagne a abaissé l'impôt sur les sociétés de 30% à 19% en 2007 mais la productivité n'a été que de 0.6%/an jusqu'en 2015. A l'échelle européenne, **Zucman** a pu évaluer à \$600 milliards, l'optimisation fiscale aux Pays-Bas, au Luxembourg ou en Irlande et cela représente l'équivalent de près de 6% du PIB européen.
- Fragilité boursière : les banques centrales sont aujourd'hui les premiers fonds d'investissement de la planète et influent sur la rentabilité des différentes classes d'actifs, décourageant l'investissement obligataire et favorisant (jusqu'à quand ?) l'appréciation des Bourses. Les injections de liquidités en abaissant les taux, pénalisent les retraités alors que l'endettement, assimilé à un emprunt sur le futur, appauvrissent les jeunes générations auxquelles sont léguées des charges d'intérêt. Derrière leur apparente neutralité, les politiques monétaires sont lourdes de conséquences à moyen terme.

Ce document ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Toute opinion contenue dans le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. La performance passée n'est pas indicative des résultats futurs.