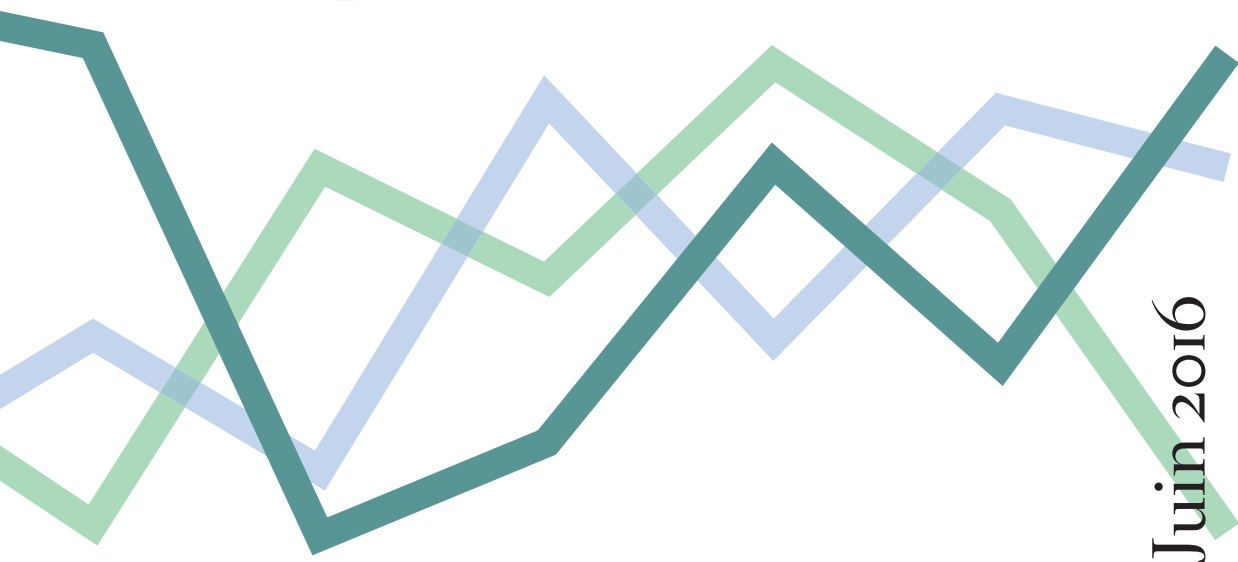


Bruno Colmant  
Hans Bevers  
Thomas Van Rompuy  
Michiel Verstrepen

---

# Analyses économiques

## Le temps de la réflexion



---

Banque Degroof Petercam S.A., dont le siège social est situé rue de l'Industrie 44, 1040 Bruxelles (« Banque Degroof Petercam ») est responsable de la production et de la distribution de ce document. Banque Degroof Petercam est autorisée par et sous la surveillance prudentielle de la Banque nationale de Belgique, boulevard de Berlaimont 14, 1000 Bruxelles, sous la supervision de la protection des investisseurs et des consommateurs de l'Autorité des services et marchés financiers (FSMA), rue du Congrès 12-14, 1000 Bruxelles.

Éditeur responsable : Bruno Colmant. Juin 2016.

Adresse légale : Banque Degroof Petercam S.A., rue de l'Industrie 44, 1040 Bruxelles.  
TVA BE 0403 212 172 - RPM Bruxelles - FSMA 040460 A.

- 05** **Avant-propos**
- 07** **Quelques réflexions sur la dette publique**  
Bruno Colmant
- 15** **La mondialisation connaît-elle des limites?**  
Michiel Verstrepen
- 29** **Dette croissante ou dette de croissance?**  
Thomas Van Rompuy
- 41** **Les leçons – provisoires – de la Grande crise financière**  
Hans Bevers



# Avant-propos

Cher lecteur,

Le département macroéconomique de Banque Degroof Petercam est à la fois heureux et fier de vous présenter sa nouvelle publication intitulée *Analyses économiques*. Cet ouvrage sera, nous l'espérons, le premier d'une belle et longue tradition.

Notre objectif est de vous proposer des analyses à la fois plus approfondies mais aussi accessibles de vastes questions économiques auxquelles la société dans laquelle nous vivons est aujourd'hui confrontée. Nous souhaitons ainsi y aborder une large panoplie de sujets, des questions politiques à nos finances publiques, en passant par les marchés émergents ou la politique monétaire actuelle. Le tout sans le moindre tabou.

Cette approche est le prolongement de notre conviction selon laquelle les développements économiques ne peuvent pas être analysés isolément et sont toujours la conséquence d'une dynamique sous-jacente complexe. Impossible ainsi de dissocier les performances économiques d'un pays de sa stabilité politique, de sa fiscalité, de son évolution démographique ou de ses marchés.

Notre système économique étant de plus en plus complexe et international, nous souhaitons, à travers nos publications, offrir la possibilité de prendre un peu de recul et aborder les questions d'actualité dans toute leur complexité. Nous voulons aussi prendre le temps de bien analyser diverses questions préoccupantes et formuler notre vision à long terme en ce qui les concerne, histoire de prendre un peu de hauteur par rapport au quotidien.

Analyser les choses en profondeur est plus que jamais essentiel dans un monde qui change de plus en plus vite et nous souhaitons maintenir cette attitude qui consiste à bien analyser un sujet avant de prendre position.

C'est aussi l'approche que garantit Banque Degroof Petercam avec une gestion privée et un accompagnement financier à long terme : offrir une réflexion critique de manière à pouvoir prendre les bonnes décisions pour nos clients.

Dans ce premier numéro, nos économistes Bruno Colmant, Hans Bevers, Michiel Verstrepen et Thomas Van Rompuy présentent leur analyse de divers sujets comme le rôle de la dette publique, les leçons économiques de la crise financière, les limites de la mondialisation et l'indispensable soutien de la société pour la croissance.

Bonne lecture.



# Quelques réflexions sur la dette publique

Bruno Colmant

Science humaine imprécise et contingente à de nombreuses autres disciplines, l'économie s'applique, avec des inflexions dépendantes des arrière-plans politiques, à identifier une allocation optimale des ressources destinée à assurer un indéfinissable « optimum » collectif. Ce chapitre partage une réflexion sur la dette publique. Ce choix n'est pas anodin. La dette publique est aujourd'hui un problème par son importance relative et absolue, qui conditionne l'articulation politique de nos sociétés, autant qu'elle est une représentation de l'État, censé assurer cette indéfinissable, et donc introuvable, justice économique.

En 2016, la dette publique de la zone euro devrait frôler 100 % du PIB, auxquels il faut ajouter l'endettement caché, c'est-à-dire la partie non financée du coût du vieillissement de la population. Les critères de Maastricht ayant fixé le seuil d'une dette publique supportable à 60 % du PIB, cela signifie que l'excédent de la dette publique européenne atteint plus 3.000 milliards d'euros, soit l'équivalent du PIB allemand.

## La signification d'une dette publique

Mais que signifie une dette publique ? Comme la monnaie, à laquelle elle est consubstantielle, la dette publique est un concept insaisissable.

Certains considèrent qu'elle est étrangère à chaque citoyen, comme si elle n'affectait pas nos patrimoines individuels. Ceux-là argumentent qu'une dette publique n'est jamais remboursée et qu'elle se dilue, au fil des années, dans un refinancement permanent.

Sous cet angle, on pourrait imaginer que la dette est naturelle : elle refléterait un transfert continu des créanciers de l'État vers les secteurs publics, à l'instar d'une gigantesque sécurité sociale. La dette publique importerait alors peu. Elle serait à l'épargne privée ce que l'impôt est aux revenus. Elle serait même « la » représentation de la solidarité étatique puisque son refinancement conditionne les mécanismes fiscaux et de redistribution.

Malheureusement, c'est plus compliqué. La dette publique constitue, pour les créanciers, un capital. Mais, contrairement à un capital, qui représente du travail passé progressivement épargné, la dette publique constitue aussi un prélèvement sur le travail futur.

Plus spécifiquement, le créancier de l'État lui prête de l'argent grâce à l'épargne du travail passé, tandis que l'État (le débiteur) rembourse sa propre dette grâce à un prélèvement fiscal sur le travail futur. C'est logique : la dette publique est garantie par la capacité de l'État à lever des impôts portant, entre autres, sur les revenus professionnels futurs. En s'endettant, l'État demande donc à des créanciers de lui faire crédit au motif qu'il sera capable d'exiger un prélèvement sur la création de richesse de ses futurs contribuables. Dès lors, une dette excessive est l'écueil principal à la fluidité du capital et à l'allègement du coût du travail. En effet, si la dette est refinancée par l'impôt, c'est inmanquablement le travail qui est frappé.

Lorsqu'on appréhende la problématique de la dette publique, on part souvent de l'idée que cette dette collective est à charge des travailleurs (actuels et futurs). C'est, pour partie, correct... encore que la dette soit détenue par des créanciers contemporains. C'est d'ailleurs cette réalité qui conduit certains à exiger que la charge de la dette soit partagée entre les créanciers (au travers d'un impôt sur le capital) et les débiteurs (essentiellement les travailleurs).

Mais il y a une autre perspective, qui est souvent inexplorée : comment est-il possible qu'une population ait accepté de financer la dette de son propre État dans des proportions qui, aujourd'hui, rendent cette dette insupportable ? N'est-ce pas schizophrénique de financer une dette qu'on sait excessive ? Cela ne relève-t-il pas d'une profonde naïveté de croire que ce seront toujours les travailleurs de demain qui rembourseront cette dette ?

Et puis, d'où l'argent épargné pour financer cette dette est-il venu ? De la croissance passée ? D'une confiance en nous-mêmes qui sommes simultanément et concomitamment débiteurs et créanciers collectifs de l'État ? Du fait que l'État nous a octroyé des biens publics à coût très bas (éducation, transports routiers et ferrés, etc.) qui nous ont permis d'épargner... et de financer l'État que nous finançons désormais.

## De Wagner à Marx

L'économiste allemand Adolphe Wagner (1835-1917) qui énonça sa loi éponyme, à savoir que plus la société se civilise, plus l'État est dispendieux, ce qui se traduit par le fait que la part des dépenses publiques dans le PIB augmente avec le revenu par habitant. Wagner décèle donc une corrélation entre le niveau de développement, l'étatisation de l'économie... et l'importance de la dette. Wagner explique cela par le fait que le développement accroît la demande de biens publics à un rythme qui lui est supérieur.

Mais alors, nous quitterions la schizophrénie pour entrer dans la paranoïa : plus nous vivons collectivement mieux, plus nous reportons sur nos descendants un déficit de bien-être ; nous sacrifierions notre futur au présent, alors que la croissance devrait conduire à améliorer le sort de nos descendants.

## Que de questions...

C'est ainsi que Marx (1818-1883) considérait que la dette publique était sans lien nécessaire avec le processus de production de capital et qu'elle n'était pas un titre sur du capital réel. Il l'assimilait à un capital fictif, parce qu'il en voyait l'extinction dans la révolution, état préalable à la victoire du prolétariat. Aux yeux de Marx, cela allait même plus loin : comme la dette publique est un travail passé accumulé et gagé par un travail futur, cette même dette devrait être annulée par la négation de la propriété privée, qu'il percevait comme un obstacle à l'égalité sociale. Proudhon (1809-1865) n'avait pas une vision très éloignée.

Quand on prolonge l'analyse marxiste, on doit immanquablement dresser le parallèle entre la dette publique et la monnaie. Ces deux notions constituent l'avvers et le revers de la même réalité, puisque tant l'une que l'autre sont émises par les mêmes États. La monnaie est une dette financière, tandis que la dette publique est une dette sociale. Comme la dette publique, la monnaie est souveraine. Et, singulièrement, nous opérons la même confusion mentale avec la monnaie qu'avec la dette publique : nous conceptualisons la monnaie comme un acquis privé alors qu'elle reflète un bien public. Et, malgré que nous en soyons les débiteurs individuels, nous visualisons la dette publique comme une obligation collective qui nous est étrangère alors que nous bénéficions des biens publics.



Comme la dette publique, la monnaie mesure la stabilité de l'agencement économique. En effet, une monnaie faible reflète un pays moins compétitif, et inversement. Pour cette raison, la crédibilité monétaire découle rarement d'un acte d'autorité. La garantie de la monnaie est plutôt un état de confiance. Sous cet angle, il est illusoire de croire que la monnaie met à l'abri d'un choc financier systémique. En cas de déflagration financière existentielle, la monnaie ne fournit aucune garantie à sa propre survie.

Si, aux yeux de Marx, la dette publique est un capital fictif, la monnaie ne l'est-elle pas davantage ? N'est-ce pas un immense jeu d'écritures qui repose sur de fragiles conventions ? La réponse est indécise, parce que la dette publique et la monnaie sont des actes de convictions partagées.

Mais la réalité, c'est que lorsque la dette publique est trop importante, ce ne sont plus les créanciers qui obligent les débiteurs : ce sont les débiteurs qui imposent des effacements de dettes à leurs créanciers. C'est pour cela que l'excès d'endettement public met irrémédiablement en péril la monnaie. Pour résorber la dette, il faut soit dévoyer la monnaie (c'est-à-dire créer de l'inflation), soit effacer les dettes, comme lors du défaut de paiement grec ou de la confiscation des dépôts bancaires chypriotes. Dans ces deux cas de figure, il n'est pas possible de rembourser une dette publique incontrôlée sans corrompre la monnaie.

« Plus la société se civilise, plus l'État est dispendieux. »

Dans un saisissant recueil de textes des années vingt et trente consacrés à la monnaie et à l'économie, Keynes abordait avec lucidité la dégradation du pouvoir d'achat de la monnaie. Pour l'économiste anglais, cette dernière n'est pas un accident de l'histoire car deux forces de traction induisent la perte de la valeur de la monnaie : l'impé-

cniosité des gouvernements et l'influence politique des débiteurs. En d'autres termes, l'endettement excessif de l'État, combiné à la difficulté d'en imposer la charge sur ses citoyens, le conduit à déprécier sa monnaie afin d'alléger le remboursement de la dette. Keynes considérait que l'inflation était injuste et que la déflation était inopportune, tout en affirmant que la déflation était le pire des deux maux.

Mais alors, Marx n'aurait-il quand même pas un peu raison ? Non. Il ne pourrait avoir vu juste que si la résorption de la dette publique passait par la confiscation de la propriété privée, c'est-à-dire l'antimatière de l'économie de marché. Ce n'est bien sûr pas un aboutissement souhaité dans une économie de marché.

### La soutenabilité de la dette

Une question parallèle est de savoir comment une dette publique est-elle soutenable ?

En matière de dettes publiques, le principal réflexe est de les comparer au PIB et à la capacité fiscale de l'État émetteur. C'est incontestablement une mesure utile, à l'instar de la capacité fiscale ou des espérances de croissance. Une autre dimension mérite d'être prise en compte lorsque la dette publique devient trop importante par rapport au PIB : il s'agit de la capacité de mobiliser, ou plutôt de canaliser, l'épargne domestique vers le financement de la dette. Une dette publique est, en effet, plutôt refinancée que remboursée. Ce phénomène s'inscrit dans le cadre de ce qu'on appelle la répression financière. En étirant le raisonnement, l'importance d'une dette publique et celle de l'épargne domestique sont sans doute corrélées ou, à tout le moins congruentes : l'épargne domestique garantit la dette publique qui est autorisée par l'existence de cette même épargne. C'est totalement intuitif : sans épargne domestique, l'État ne trouve pas... de créanciers !

La dette publique est soutenable si l'épargne domestique est, au pire, suffisante pour être capturée et, au mieux, utilisée pour attirer des créanciers étrangers. C'est ainsi que la Belgique a contracté

une dette supérieure à son PIB tout en gardant une notation de crédit favorable et un accès à des créanciers étrangers dans un contexte de taux d'intérêt bas. Cette situation n'est tolérable que parce que l'épargne domestique est importante: elle sert de garantie à la dette.

Ceci ne répond bien sûr pas à la véritable exigence: il faut stabiliser une dette et stimuler la croissance pour en diminuer le poids, car c'est une friction économique. C'est pour cela que le climat déflationniste est très préoccupant: il contribue à augmenter le taux d'intérêt réel et donc le coût de la dette, raison pour laquelle j'ai toujours cru en une inflation salvatrice modérée.

## De la dette à la fiscalité

Au reste, les réflexions portant sur la dette publique reposent aussi sur l'imbrication de ce concept dans l'articulation fiscale, censée, elle aussi, formuler une certaine justice.

L'impôt a revêtu des significations très différentes dans l'histoire économique de notre pays. Il fut, tout d'abord, un indice de sujétion et d'asservissement. Il acquit ensuite un caractère commutatif, c'est-à-dire qu'il ne devint légitime qu'à la condition d'avoir des contreparties satisfaisantes. Ce n'est qu'au cours du XX<sup>e</sup> siècle que l'impôt est devenu un outil de réaménagement des richesses nationales.

L'impôt est une obligation individuelle. Il est aussi un bien public, en ce qu'il reflète les valeurs collectives d'une société. Il scelle un contrat de confiance entre une population et ses gouvernants. Il doit assurer la redistribution des richesses entre citoyens, mais aussi épouser la courbe de variation des situations économiques de chaque contribuable.

L'équité fiscale est d'abord une question de synchronie générationnelle. Cette dernière n'est assurée que si les générations qui bénéficient des biens publics sont les mêmes que celles qui contribuent à leur financement. Cette problématique est cruciale car l'État n'existe pas en tant qu'agent économique autonome. Il est transitif, levant l'impôt pour le répartir et rembourser la dette publique. Un report systématique de l'impôt sur les générations suivantes est très hasardeux.

Or, à la dette connue de l'État belge (déjà reportée sur les générations suivantes) se rajoutera une autre dette, encore imprécise, que constituent les coûts du vieillissement de la population (pensions, soins de santé, etc.). Dans la plupart des économies européennes, le vieillissement de la population exacerbe le problème de la viabilité budgétaire, puisqu'une baisse des niveaux démographiques alourdit le fardeau de la dette publique, tout en affectant à la baisse la croissance par le retrait de la population active d'une force de travail.

Bâti en haute conjoncture sur une démographie en croissance, le modèle de revenus différés (pensions, etc.) est fragilisé. Personne n'aurait pu intégrer l'extension de la longévité, désormais incompatible avec un système social inchangé de répartition.

Sous cet angle, la fiscalité du Royaume présente une faiblesse structurelle, toutefois commune aux pays européens. Cette faiblesse structurelle, nos voisins du Nord l'ont évitée en mettant sur pied un système plus individualisé, confiant à chacun la responsabilité de planifier pour son futur, plutôt que notre système collectif, certes plus égalitaire, où l'État a pris sur lui d'établir les paramètres qui détermineront la possible distribution future de richesses.

Même les fondations du système fiscal applicable aux personnes physiques reflètent l'empreinte de l'État-providence. En bonne logique, les revenus du travail, parce qu'ils sont plus précaires et biologiquement plus risqués, devraient pourtant être soumis à une pression fiscale allégée par rapport aux revenus de l'épargne, plus pérennes et stables. C'était l'orientation originelle retenue lors de la réforme de 1962, mais le gouvernement de l'époque décida finalement de soumettre à une même pression fiscale les revenus du travail et ceux du capital.

Cette décision fut fondée sur la constatation que la précarité des revenus du travail avait été atténuée par le développement de la législation sociale et que les revenus du capital avaient, à la suite de la Guerre, perdu leur caractère de permanence. Le choix de la mondialisation des revenus refléta donc une organisation plus collective de la société. Il s'agissait de la vision sociale-chrétienne de l'époque fondée sur l'homogénéité sociale et la redistribution.

La réforme fiscale de 1962 forgea l'idée de solidarité fiscale et, surtout, sa fonction redistributive. Elle fut bâtie sur deux axiomes, à savoir la globalisation (ou addition) des revenus et leur taxation à un taux progressif par paliers (ou tranches). Il s'agit donc d'un impôt dont le barème augmente avec les tranches du revenu imposable ou, plus précisément, avec le montant de l'épargne qu'un contribuable est capable de bâtir avec ses revenus. Elle fonda l'impôt sur la capacité contributive de chaque ménage. Celle-ci correspond à l'aptitude de chaque unité familiale à participer au financement des charges de l'État selon l'importance de ses revenus.

Comment peut-on justifier la progressivité de l'impôt? Le revenu d'une personne physique est soit consommé, soit épargné. Mais la fraction de la consommation n'est pas proportionnelle au revenu: on ne double pas sa consommation si le revenu est multiplié par deux. L'épargne augmente ainsi marginalement avec le revenu. Cette logique conduit à un impôt progressif.

### Taxation de la formation d'épargne

L'impôt des personnes physiques taxe donc la formation d'épargne, puisqu'un haut revenu, destiné à être plus facilement épargné qu'un bas revenu, est marginalement plus imposé. C'est pour cette raison que le capital n'est pas imposé en tant que tel, puisque sa formation est déjà taxée de manière progressive. La progressivité assure incidemment l'équité verticale de la fiscalité, c'est-à-dire entre les revenus élevés et les revenus faibles. Ce système fournit une relative équité devant le sacrifice fiscal et une redistribution des gains de l'activité économique.

Bien sûr, cette logique se comprend si le capital provient du travail et qu'il est du «travail accumulé». C'était le cas dans les années industrielles d'après-guerre. Ce l'est moins aujourd'hui, comme l'illustrent les travaux de l'économiste français Piketty. C'est ainsi que le problème de la taxation de la formation du capital pose désormais la question de la transmission du capital, c'est-à-dire des droits de donation et de succession. Aujourd'hui, la progressivité de l'impôt continue à pénaliser la formation du capital qui découle du travail, tandis que les exonérations successives des droits de succession et de donation allègent le capital transmis. Est-ce équitable sous l'angle de la justice fiscale? Chacun a une respectable perception de la question.

Il y a cependant un effet de capture générationnelle. Il existe, en effet, un fait troublant. Depuis trente ans, au fur et à mesure que la classe moyenne de la génération d'après-guerre devenait rentière, la fiscalité sur les revenus du patrimoine a baissé. Cet effet – qui n'est peut-être qu'une coïncidence – est décelable dans différents domaines: «déglobalisation» des revenus et taxation distincte à un taux préférentiel des intérêts, absence de péréquation conduisant à limiter l'ajustement des revenus cadastraux à l'inflation, création des déductions pour l'épargne-pension, diminution substantielle des droits de donation et de succession, etc. Un demi-siècle après la dernière réforme fiscale, les revenus professionnels sont donc pratiquement les seuls à être soumis à la progressivité de l'impôt. Les revenus non professionnels (revenus de l'épargne et ceux de l'immeuble d'habitation) sont essentiellement taxés à un taux proportionnel, c'est-à-dire un barème qui n'est pas progressif.

Cette perspective (dont nous admettons qu'elle est contestable) exigerait donc des études socio-économiques plus approfondies, à la lumière des travaux de l'économiste George J. Stigler, prix Nobel en 1982. Ce chercheur a énoncé la théorie économique de la réglementation ou théorie de la capture selon laquelle les lois correspondent à des intérêts particuliers.

Mais alors, faut-il maintenir un impôt progressif sur les revenus du travail pour respecter la justice fiscale ? La réponse est probablement positive, car la progressivité correspond à un certain contrat social. Mais faut-il alors taxer le capital, et peut-être de manière progressive ? Ce n'est pas exclu selon certains, et c'est la thèse de Piketty. Ces interrogations soulignent la relativité du concept de justice fiscale et donc de justice de la dette dont la fiscalité honore le service.

Une autre question incidente concerne la compatibilité de la dette publique avec la notion de démocratie. La question peut paraître singulière si la dette publique est l'expression de l'État, donc de sa représentation politique. Elle mérite néanmoins d'être esquissée.

### Dettes et système politique

La justice (ou plutôt la justesse) d'une dette publique pose la question de sa congruence avec le système politique au sein duquel elle émerge et est financée.

Ainsi qu'esquissé précédemment, une dette publique n'est tolérée que parce que des créanciers l'autorisent. C'est ainsi qu'il doit y avoir une lointaine corrélation entre le niveau d'endettement public et celui de l'épargne domestique, puisque des créanciers exclusivement étrangers mettraient une limite naturelle à la capacité d'emprunt d'un pays.

Mais vers quel système politique une dette publique excessive entraîne-t-elle ? Quel est, en effet, l'aboutissement de ce mouvement de fuite dans lequel l'État s'engouffre au travers de l'endettement public ? Est-ce vers une étatisation insidieuse de toute l'économie et/ou vers la perte de pouvoir d'achat entraînée par l'inflation qui découle de l'arme monétaire ? La réponse se situe sans doute dans une complexe chimie de ces deux éléments qu'on pourrait qualifier, dans la logique d'Hayek, d'étatisation inflationniste.

L'économiste libéral Friedrich Hayek suggérerait en effet qu'une dette publique conduit à une restriction des libertés individuelles et donc à une nationalisation sournoise de l'économie. Cette dernière est destinée à ordonnancer la pression fiscale mise en œuvre pour assurer l'ordre social associé à des dépenses publiques excessives.

Pourtant, certains auteurs pencheraient plutôt pour une ploutocratie, c'est-à-dire un système politique au sein duquel les plus riches gouvernent... au motif qu'ils sont les plus gros créanciers de l'État. Ce courant de pensée promeut d'ailleurs la répudiation des dettes comme une alternative à la coercition fiscale que leur remboursement exige. D'autres économistes suggèrent que la morphologie démographique de nos communautés conduit plutôt à une gérontocratie, puisque seules les classes âgées de la population disposent de l'épargne suffisante pour prêter à l'État. Enfin, la jeunesse peut aussi se manifester et établir de nouvelles bases au contrat social et fiscal afin de ne pas suffoquer sous la dette. C'est alors la révolution.

Par ailleurs, certains considèrent qu'une dette publique est un outil de solidarité sociale. Ceux-là argumentent qu'une dette publique n'est jamais remboursée et qu'elle se dilue, au fil des années, dans un refinancement permanent. Sous cet angle, on pourrait imaginer que la dette publique soit naturelle : elle refléterait un transfert continu des créanciers de l'État vers les secteurs publics, à l'instar d'une gigantesque sécurité sociale. La dette publique importerait alors peu. Elle serait à l'épargne privée ce que l'impôt est aux revenus professionnels.

Elle serait même « la » représentation de la solidarité étatique de l'État puisque son refinancement conditionne les mécanismes fiscaux et de redistribution. Ironiquement, la dette publique serait le capital propre d'une nation. En poussant le raisonnement dans ses extrémités, on pourrait postuler qu'une dette publique est l'expression ultime d'une démocratie, ou à tout le moins d'un collectivisme égalitariste puisque, lorsque la dette publique est trop importante, ce ne sont plus les créan-

ciers qui obligent les débiteurs : ce sont les débiteurs qui imposent des effacements de dettes à leurs créanciers. Le peuple (des débiteurs) impose sa loi aux rentiers !

Quoi qu'il en soit, l'exercice de la démocratie est difficile lorsqu'elle est financée par un État excessivement grevé de dettes. Le danger du poids de la dette publique, c'est qu'il confisque le débat citoyen.

### Une hypothèque ?

La dette publique est, en effet, une hypothèque sur la prospérité des générations futures, ce qui constitue un incontestable déni de démocratie. Comme évoqué précédemment, la dette publique est garantie par la capacité de l'État à lever des impôts portant, entre autres, sur les revenus professionnels futurs.

Nous ne saurions qu'insister sur le fait qu'en s'endettant, l'État demande donc à des créanciers de lui faire crédit au motif qu'il sera capable d'exiger un prélèvement sur la création de richesse de ses futurs contribuables. Dès lors, une dette publique excessive est l'écueil principal à une fluidité du capital et à l'allègement du coût du travail. En effet, si la dette publique est refinancée par l'impôt, c'est inmanquablement le travail qui est frappé. C'est d'ailleurs le message des autorités politiques allemandes qui soulignent, à juste titre, l'antagonisme entre une dette publique colossale et la stabilité de son moyen de remboursement, c'est-à-dire la monnaie. Une dette publique insoutenable mine la confiance dans l'État et dans sa monnaie.

Dans la scolastique moyenâgeuse, l'intérêt était interdit au motif qu'il consistait en un vol du temps, donné gratuitement par Dieu. Le temps est, en effet, nécessaire à calculer l'intérêt. Pourtant, l'intérêt est indispensable, ne fût-ce que pour compenser un prêteur contre l'érosion monétaire et la dépossession de son capital. Dans le cas d'une dette publique, l'intérêt est essentiel pour attirer des créanciers, mais il est principalement prélevé, au travers de l'impôt, sur les revenus professionnels des travailleurs futurs. Le financement de la dette publique n'est-il pas alors un « vol » de leur temps ? La réponse est négative si la dette publique est contractée pour financer des projets ou des dépenses de consommation dont le rendement, en termes de croissance économique, est supérieur au taux d'intérêt de la dette. Dans le cas contraire, l'intérêt sur la dette est, pour partie, une captation de prospérité future.

Dans les dernières pages de son texte fondateur sur la « Richesse des Nations », Adam Smith (1723-1790) avait prévenu : « [L]es dettes énormes qui écrasent à présent toutes les grandes nations de l'Europe [...] les ruineront [probablement] toutes à la longue » et « Quand les dettes nationales se sont accumulées jusqu'à un certain degré, il n'y a guère, à ma connaissance, un seul cas où elles ont été remboursées équitablement et complètement. »



# La mondialisation connaît-elle des limites?

Michiel Verstrepen

«Further progress in global economic integration should not be taken for granted. Geopolitical concerns, including international tensions and the risks of terrorism, already constrain the pace of worldwide economic integration and may do so even more in the future. And, as in the past, the social and political opposition to openness can be strong. Although this opposition has many sources, I have suggested that much of it arises because changes in the patterns of production are likely to threaten the livelihoods of some workers and the profits of some firms, even when these changes lead to greater productivity and output overall.»

(Chairman Ben S. Bernanke, At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Thirtieth Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming – August 25, 2006)

Les historiens de l'économie se demandent depuis longtemps déjà à quel moment le processus de la mondialisation a débuté. Si différentes visions existent concernant cette question, nombreux sont ceux qui reconnaissent l'importance de la vague de mondialisation survenue au cours de la seconde moitié du XIX<sup>e</sup> siècle. Cette période est effectivement considérée comme la première période moderne de mondialisation. Elle a connu une fin abrupte en 1913. L'actuelle vague de mondialisation d'après-guerre est néanmoins perçue comme un processus unique, propre à la fin du XX<sup>e</sup> siècle et au début du XXI<sup>e</sup> siècle.

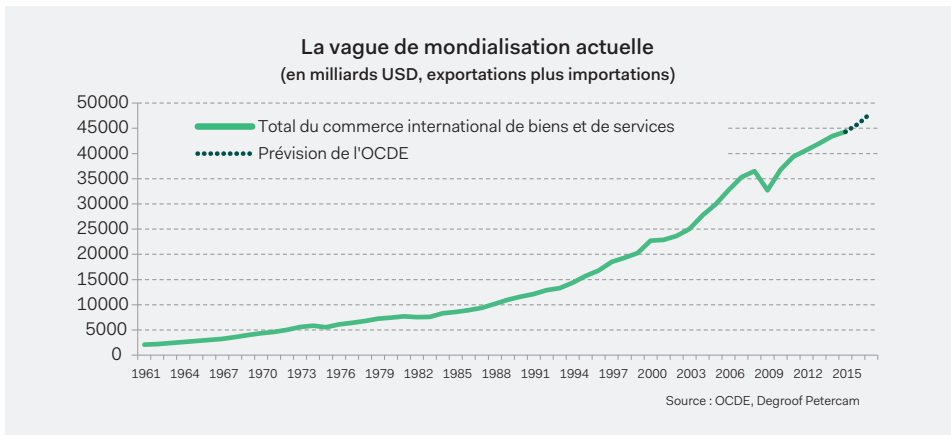
La vague de mondialisation précédente ressemble toutefois étrangement beaucoup à l'actuelle. Il suffit pour s'en convaincre de méditer sur cette citation du célèbre économiste britannique John Maynard Keynes qui, dans son ouvrage *The Economic Consequences of the Peace*, ne manquait pas d'optimisme pour décrire son époque :

«Un habitant de Londres pouvait, en dégustant au lit son thé du matin, commander par téléphone les produits variés de la Terre entière en telle quantité qu'il lui convenait, et s'attendre à les voir bientôt déposés à sa porte. Il pouvait, au même instant, et par les mêmes moyens, risquer sa fortune dans les ressources naturelles et les nouvelles entreprises de n'importe quelle partie du monde. [...] Il pouvait sur-le-champ, s'il le voulait, s'assurer des moyens confortables et bon marché d'aller dans un pays ou une région quelconque, sans passeport ni aucune autre formalité. [...] Mais par-dessus tout, il considérait cet état de choses comme normal, sûr et permanent, susceptible seulement de nouvelles améliorations; et toute infraction lui apparaissait aberrante, scandaleuse et évitable.»

Les parallèles avec notre époque sont saisissants: la référence aux moyens de communication modernes et de haute technologie, l'importance de la liberté de choix parmi un large éventail de biens de consommation provenant des quatre coins de la planète, la libre circulation des flux de capitaux, des moyens de transport libres d'accès et bon marché pour se rendre dans d'autres pays grâce à la faible importance des frontières et l'utilisation de moyens de paiement agréés dans diverses parties du monde.

Les guerres mondiales et l'entre-deux-guerres ont mis fin à cette situation de manière drastique. Dans une tentative fatale de soutenir la production nationale et de promouvoir l'emploi, différents pays ont instauré des barrières commerciales. Les biens autrefois importés de l'étranger devaient désormais être produits dans le pays. Cette politique du *beggar thy neighbour* a été systématiquement adoptée par tous les pays industrialisés. En juin 1930, soit six mois après le krach boursier de 1929, les États-Unis ont adopté la loi Smoot-Hawley qui prévoyait une augmentation vertigineuse des tarifs américains à l'importation, atteignant presque 50% à la fin de l'année 1931.

La vague de mondialisation survenue après la Seconde Guerre mondiale s'est nourrie de l'idée que le protectionnisme d'avant-guerre était à la source de la grande dépression des années trente. Les frontières ont été rouvertes et des institutions internationales ont été créées pour que les choses restent comme telles. L'intégration mondiale était considérée comme le moyen par excellence pour générer le bien-être et garantir la stabilité internationale. Le commerce international de biens et de services a retrouvé les niveaux d'avant 1914, puis les a rapidement dépassés. Les innovations technologiques ont par ailleurs accéléré ce processus.



Il n'est cependant pas nécessaire de remonter plus de cent ans en arrière pour conclure que le processus de mondialisation n'est pas irréversible. La crainte d'assister à l'adoption d'une loi Smoot-Hawley contemporaine était particulièrement grande à la suite de la crise financière de 2008, qui reste bien gravée dans nos mémoires. La contraction du commerce international n'avait plus été aussi marquée depuis la grande dépression des années trente. Mais les enseignements tirés du passé ont permis d'éviter un retour au protectionnisme.



## La libre circulation des biens et des services

Quel est le moteur fondamental de la mondialisation croissante du marché des biens et des services ? Pourquoi le commerce international existe-t-il ? Il s'agit d'une question qui occupe les économistes depuis des siècles. Une réponse cruciale a été apportée par David Ricardo, un des économistes classiques les plus influents, avec son principe de l'avantage comparatif.

La notion d'avantage comparatif d'un pays est essentielle pour comprendre le commerce international et la mondialisation, et s'appréhende idéalement par comparaison avec la notion d'avantage absolu. Un avantage absolu revient simplement à dire qu'un pays déterminé est un producteur plus efficace d'un bien. Le commerce international permet à ce pays d'exporter ce bien au prix le plus compétitif. Tout le monde en tire profit : les pays importateurs bénéficient en effet du même bien pour un prix inférieur aux coûts qu'ils devraient engager pour produire ce bien eux-mêmes. Le pays exportateur en tire évidemment profit lui aussi puisqu'il est en mesure, grâce à la libre circulation internationale, de vendre davantage que sur son seul marché interne. L'économie mondiale en tirerait profit dans son ensemble au motif que les biens proviennent des producteurs les plus efficaces et que la production mondiale est ainsi maximisée. C'est le principe intuitif de l'avantage absolu. Cette pensée dominait au sein des économistes ayant précédé Ricardo.

D'après Ricardo, l'existence d'avantages absolus n'est pas le principal moteur, ni une condition nécessaire du commerce international. Le principe des avantages comparatifs pose que ce ne sont pas les *coûts absolus*, mais les *coûts d'opportunité relatifs* de la production qui importent. Le libre-échange et la concurrence qui en résulte devraient entraîner la migration automatique de la production de tout bien dans le pays capable d'en assurer la production aux coûts d'opportunité les plus faibles.

Les idées de Ricardo étaient à la fois simples et révolutionnaires. Prenons l'exemple contemporain de la production de jouets au Bangladesh et des services informatiques en Europe. Les Européens pourraient se consacrer à la fabrication de jouets et devenir, grâce à un plus grand degré d'automatisation, davantage productifs que les producteurs bangladais. Mais il convient de tenir compte des coûts d'opportunité inhérents à cette opération : les informaticiens européens pourraient tout aussi bien se consacrer à des emplois informatiques plus productifs.

Ce n'est qu'à la suite de Ricardo que la théorie du commerce international a véritablement commencé à se développer. Le modèle d'Heckscher-Olin, élaboré par les économistes suédois Eli Heckscher et Bertil Ohlin (puis complété par Paul Samuelson, récipiendaire du prix Nobel), a constitué une étape importante. D'après leur modèle d'avantages comparatifs, la spécialisation et le commerce international résultent de la disponibilité relative des facteurs de production main-d'œuvre et capital. Ce modèle pose, après avoir formulé une série d'hypothèses, que les pays qui présentent un rapport main-d'œuvre/capital élevé proposent aussi des exportations à forte intensité de main-d'œuvre, et inversement. Une autre étape importante du développement de la pensée en matière de commerce international réside dans la *new trade theory*, sous l'influence d'économistes contemporains tels que Paul Krugman, Marc Melitz, Elhanan Helpman et Avinash Dixit. Ce terme englobe généralement un large éventail de modèles économiques qui se fondent sur les rendements d'échelle, les effets de réseau et l'existence d'une concurrence imparfaite.

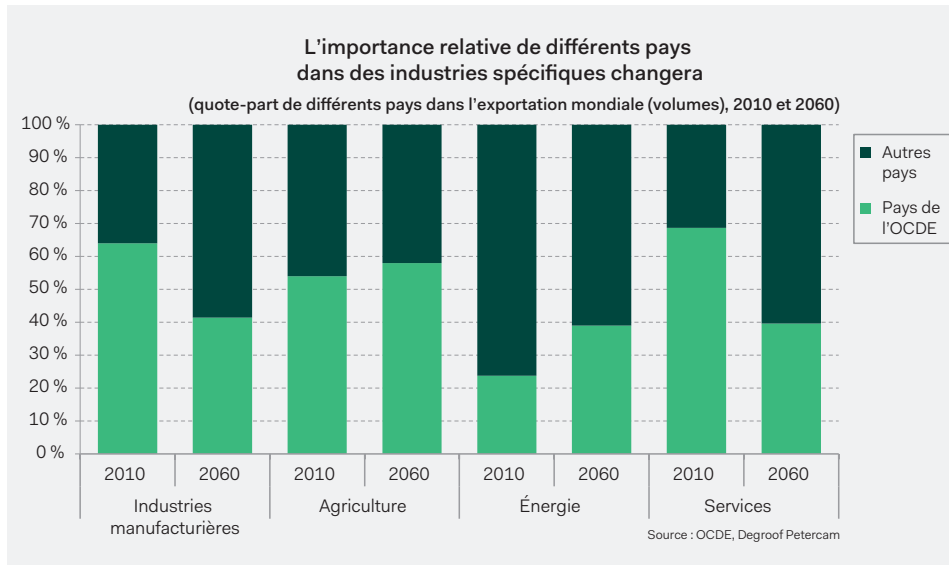
Le débat entre les économistes sur les différentes théories et les différents modèles du commerce international se poursuit jusqu'à nos jours. Comme c'est fréquemment le cas dans les sciences économiques, les différents modèles dépendent fortement des hypothèses qu'ils posent.

Bien que les économistes affirment que le libre-échange des biens et des services n'est pas un *zero sum game* en théorie, la mondialisation se heurte encore à une forte opposition de l'opinion publique. Ce camp regroupe évidemment les individus dont les revenus sont menacés par

la concurrence étrangère. Si ces motifs économiques jouent leur rôle, d'autres facteurs revêtent aussi leur importance pour critiquer le libre-échange. La mondialisation est un processus asymétrique susceptible de générer des tensions et des conflits. Son impact varie d'un secteur à l'autre et d'un pays à l'autre. La mondialisation n'est en outre pas un processus linéaire : des accélérations et des ralentissements sont possibles. Des chocs externes, comme les développements technologiques, jouent un rôle important.

Par ailleurs, les avantages du libre-échange sont diffus et ses coûts concentrés : il existe un large groupe de consommateurs qui profite de la faiblesse des prix des biens de consommation, face à un petit groupe de producteurs dont les bénéfices et les revenus sont menacés par l'intensité de la concurrence mondiale. Ce dernier groupe affiche donc aussi une motivation certaine à susciter une mobilisation politique de représentation de ses intérêts. Ces effets redistributifs asymétriques du commerce international constituent un ferment idéal pour l'opposition politique à la mondialisation, même si le résultat global n'est pas un *zero*, mais un *positive sum game*.

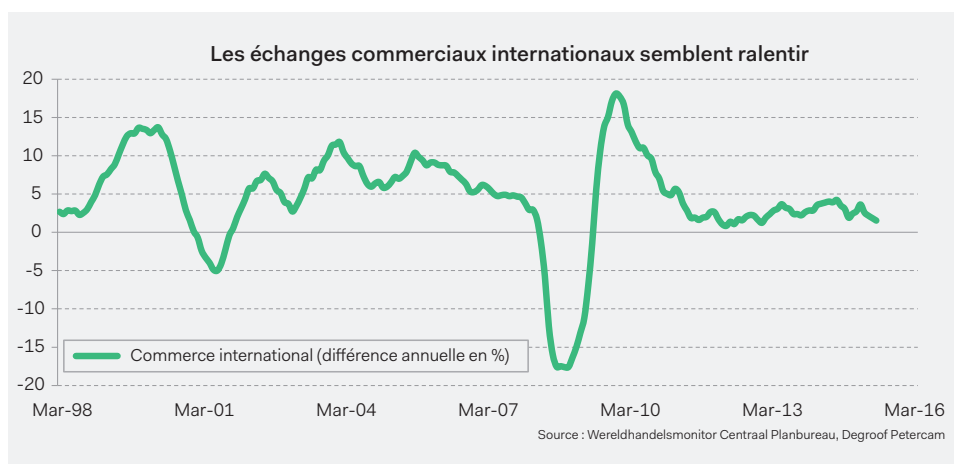
Une étude récente de l'OCDE a entrepris d'établir une projection du scénario à long terme du commerce mondial jusqu'en 2060. Une des conclusions principales des modèles de ses auteurs est que le centre géographique du commerce mondial continuera à se déplacer des pays de l'OCDE vers les pays extérieurs à l'OCDE, reflétant ainsi la croissance plus rapide qui se développe dans ces derniers. Les auteurs ont formulé une autre prévision, à savoir que certains pays subiront une modification profonde de leur spécialisation à l'exportation et de leur structure industrielle sous-jacente connexe. Les changements les plus significatifs se produiraient dans les pays en voie de développement, ce qui les amènera au cours des prochaines décennies à devoir se positionner différemment sur l'échiquier de l'économie mondiale. D'après les auteurs, leur structure industrielle devrait à l'avenir ressembler davantage à celle des pays de l'OCDE.



À mesure que les structures industrielles de différents pays convergeront, la part du commerce intersectoriel pourrait diminuer au profit du commerce intrasectoriel. Cette évolution n'est pas neuve (songez aux applications développées dans la Silicon Valley et exportées en Asie du Sud-Est,

ou encore aux systèmes informatiques mobiles spécifiques développés en Indonésie et importés aux États-Unis). Ce type de commerce est mis en exergue dans la *new trade theory*. Dans l'hypothèse où ce nouveau commerce intrasectoriel serait moins important que le commerce intersectoriel d'autrefois, le volume total du commerce international de biens et de services pourrait diminuer. Le cas échéant, nous pourrions parler de démondialisation.

Les échanges internationaux de biens semblent ralentir ces dernières années. Certains analystes y voient le début d'un processus de démondialisation, d'autres expliquent cette diminution de la valeur nominale des échanges internationaux de biens par une baisse du prix des matières premières primaires. Une autre possibilité réside dans le fait que les échanges internationaux de services prennent le pas sur les échanges internationaux de biens. Le commerce international de services a effectivement pris de l'ampleur, compte tenu entre autres des développements technologiques. Nous visons ici notamment les *call centers*, la formulation d'avis juridiques, la programmation de logiciels, certains services médicaux relevant même de cette catégorie.



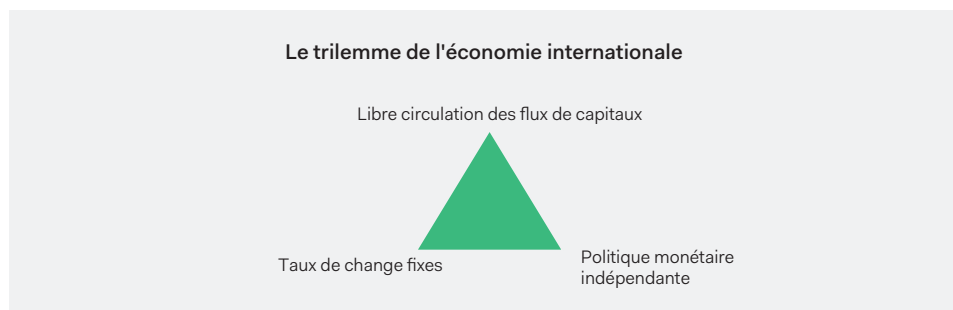
Quelle que soit la forme que la mondialisation prendra à l'avenir, l'accélération que nous avons connue ces dernières décennies a sans aucun doute stimulé l'économie mondiale et l'a rendue plus compétitive. Comme c'est souvent le cas dans l'économie, la croissance s'est avérée plus importante en soi que le niveau absolu d'intégration économique que nous avons atteint. Étant donné que nous avons déjà grandement avancé et que le chemin de la future globalisation est incertain, il s'avère difficile de prédire si la mondialisation jouera à l'avenir un rôle stimulant substantiel pour l'économie mondiale. Des chocs technologiques pourraient toutefois ouvrir la voie à de nouveaux gains de productivité, accélérer la croissance et être source d'une nouvelle vague de mondialisation.

À supposer que la mondialisation soit un phénomène temporaire ou cyclique, à quoi ressemblerait une phase de démondialisation ? Une des implications intéressantes pourrait tenir au découplage entre les différentes périodes de croissance et de récession dans différentes régions du monde. Les récessions et les phases d'expansion économique pourraient survenir au même moment dans différents pays, ce qui limiterait la crainte d'une contamination. Les responsables économiques pourraient réagir à ces différents cycles, et les politiques fiscales et monétaires pourraient être encore plus divergentes qu'elles ne le sont déjà aujourd'hui. Un élément crucial susceptible d'avoir une incidence, qui a été négligé jusqu'à présent, est le rôle des flux internationaux de capitaux et la mondialisation financière.

## La libre circulation des flux de capitaux

Les biens et les services ne sont pas les seuls à franchir les frontières. Les capitaux les enjambent tout autant. La mondialisation financière est un phénomène plus récent que la mondialisation du marché des biens et des services. Le contrôle des capitaux faisait en effet partie intégrante de l'économie internationale après la Seconde Guerre mondiale et l'introduction du système de Bretton Woods. Ce système, mis en place après la Seconde Guerre mondiale et abandonné au début des années septante, entravait la libre circulation des flux de capitaux et le plein essor de la mondialisation financière. Ce n'est qu'à l'abandon de ce système – dans les années septante – que la mondialisation financière s'est véritablement mise en marche.

Le trilemme de l'économie internationale est un principe essentiel pour comprendre la mondialisation financière. Le trilemme suppose que les responsables politiques ne peuvent poursuivre simultanément les trois objectifs suivants : autoriser la libre circulation des flux de capitaux, mener une politique monétaire indépendante et recourir à un taux de change fixe. Ces trois objectifs peuvent être souhaitables d'un point de vue macroéconomique, mais seuls deux d'entre eux peuvent être poursuivis en même temps.

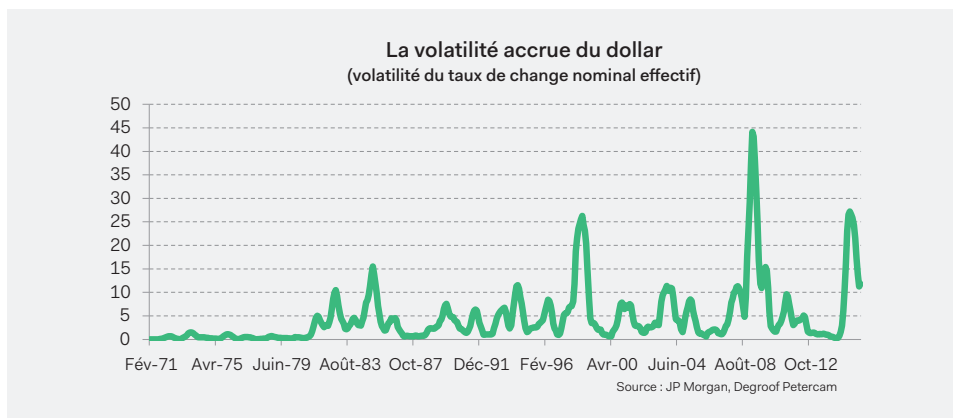


Lorsqu'un pays choisit de fixer son taux de change et de mener une politique monétaire indépendante, il doit aussi effectuer un contrôle des capitaux. Un ralentissement de l'économie nationale peut être compensé par la baisse des taux directeurs nominaux, mais cette baisse des taux d'intérêt rendra par ailleurs les actifs financiers nationaux moins attractifs. Cela pourrait se solder par une fuite des capitaux. Le contrôle des capitaux est donc nécessaire pour contrer la pression à la vente. Le système de Bretton Woods a opté pour cette combinaison. Les restrictions à la libre circulation des flux de capitaux étaient considérées comme un faible prix à payer pour bénéficier aussi bien d'une politique monétaire indépendante que de taux de change fixes. Les principales devises internationales étaient alors alignées sur le dollar américain et ce dernier était quant à lui échangeable contre une quantité fixe d'or.

Différents facteurs expliquent la fin du système dans les années septante et l'abandon progressif du contrôle des capitaux au détriment des taux de change fixes. Les responsables politiques étaient parvenus au consensus que l'absence de contrôle des capitaux permettrait aux flux internationaux de capitaux d'affluer vers les investissements les plus prometteurs, même s'ils se trouvaient au-delà des frontières nationales. Les pays émergents pourraient employer ces ressources pour financer leur croissance. Les investisseurs bénéficieraient en outre des meilleurs rendements et pourraient se diversifier géographiquement. Ceci est devenu la vision dominante parmi les responsables politiques des années quatre-vingt, jusqu'à la crise financière de 2009. Cette période et la vision qui la caractérise sont parfois appelées « consensus de Washington ». Même les éco-

nomistes les plus critiques au sujet de la mondialisation, dont le prix Nobel Joseph Stiglitz, reconnaissent les avantages que la mondialisation financière a procurés. Les succès de l'Asie du Sud-Est reposent en grande partie sur la mondialisation, à savoir les opportunités que la mondialisation a offertes sur le plan du commerce, le rôle de la mondialisation financière pour les investissements, ainsi que l'accès aux marchés et à la technologie.

Mais la médaille présentait un important revers : les taux de change fixes n'étaient plus tenables. La volatilité des marchés des changes s'est accrue, ce que l'on a notamment pu constater du côté du dollar américain, qui est encore de nos jours la devise la plus négociée sur les marchés des changes. Nous assistons non seulement à une tendance à la hausse généralisée après une période de stabilité dans les années septante, mais les pics de volatilité semblent aussi atteindre sans cesse de nouveaux sommets<sup>1</sup>.

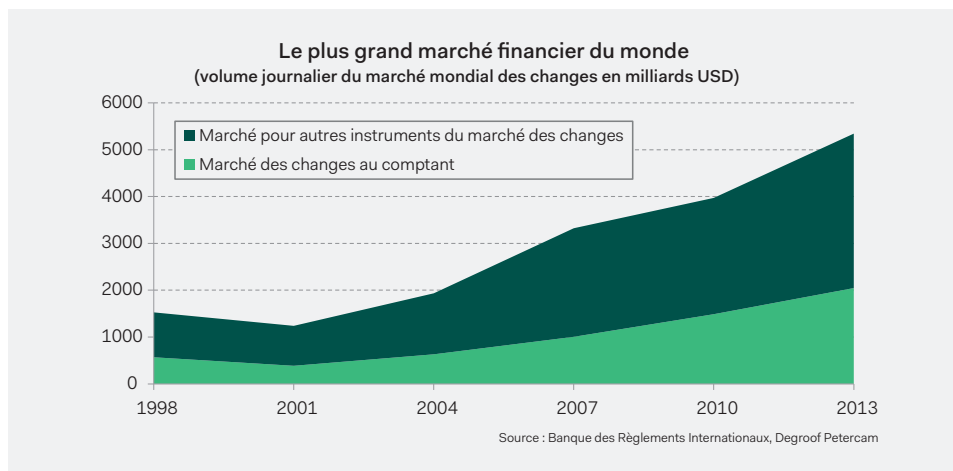


Cette volatilité accrue représente éventuellement aussi une menace pour la mondialisation dans la mesure où elle se traduit par un risque de change plus élevé. Ce risque de change augmente les frais de transaction applicables aux transactions internationales et peut donc entraîner une diminution du volume de ces transactions. Les fondateurs du système de Bretton Woods étaient déjà préoccupés par cet aspect, qui est en outre l'un des motifs de la création de la monnaie unique dans la zone euro.

L'ampleur du marché des changes constitue, outre la volatilité, un autre aspect important. Le marché international des devises est le plus grand marché financier du monde.

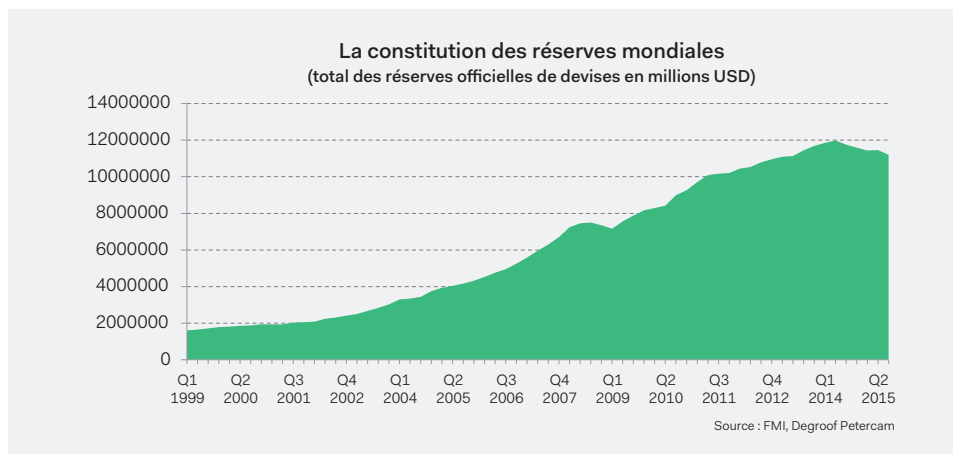
La Banque des Règlements Internationaux (BRI) – la banque des banques centrales – publie tous les trois ans une enquête sur l'état des marchés internationaux des devises. Dans sa dernière enquête, elle démontre que le volume journalier a progressé sur les marchés mondiaux des changes à plus de 5.000 milliards de dollars en 2013. Par comparaison, le volume annuel du commerce international de biens et de services s'élevait à 4.500 milliards de dollars. Les échanges commerciaux internationaux sont donc loin d'être l'unique responsable de l'importance des volumes de devises négociés. Il s'agit aussi bien du marché des changes au comptant pour les achats et ventes immédiat(e)s d'une devise déterminée contre une autre, que du marché pour d'autres instruments

<sup>1</sup> Le taux de change nominal *effectif* du dollar est une moyenne pondérée des différents taux de change face au dollar, le poids de chacun d'entre eux étant proportionnel à l'importance du commerce avec les États-Unis.



du marché des changes<sup>2</sup>. Une des principales raisons d'être de ce marché réside dans la couverture du risque de change : les entreprises, les institutions financières, les fonds d'investissement, les banques centrales, les autorités publiques et les investisseurs particuliers recourent tous à ce type d'instruments pour couvrir leur risque de change, moyennant un certain coût.

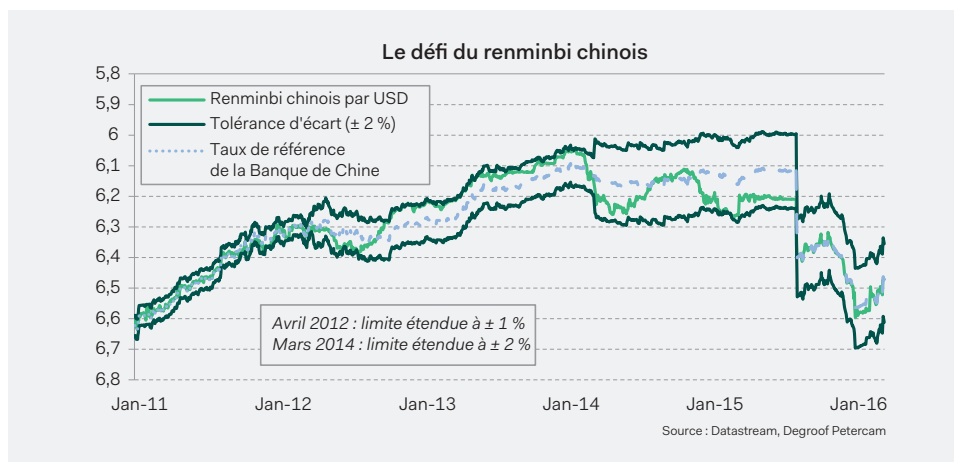
Afin de conserver un certain contrôle des taux de change de leur devise, de nombreuses banques centrales et autorités publiques ont constitué des réserves étrangères qu'elles peuvent vendre pour soutenir leur propre devise lorsqu'elles l'estiment nécessaire. Ces réserves officielles constituent un autre indicateur du risque de change qui caractérise le système financier mondial. D'après le FMI, le volume total des réserves internationales a franchi la barre des 12 billions de dollars (un 12 suivi de 12 zéros) au début de l'année 2014.



<sup>2</sup> Ce dernier marché comprend les *forwards*, les *swaps* et les autres instruments financiers dérivés des marchés des devises.

L'instabilité des taux de change, quelques crises sur les marchés émergents et les chiffres décevants de la croissance économique dans certains pays ayant abandonné le contrôle des capitaux ont amené certains économistes, dont Dani Rodrik, Jagdish Bhagwati et Joseph Stiglitz, à critiquer la mondialisation financière. D'autres économistes estiment en revanche que la mondialisation financière, outre les avantages directs qu'elle procure, constitue aussi une source d'«avantages collatéraux» qui ne se traduisent cependant pas immédiatement, à court terme, par une croissance économique. L'économiste américain Kenneth Rogoff affirme notamment que la mondialisation financière peut améliorer la santé des secteurs financiers nationaux, qu'elle impose une discipline à la politique macroéconomique et qu'elle renforce la gouvernance aussi bien publique que privée au sein des pays.

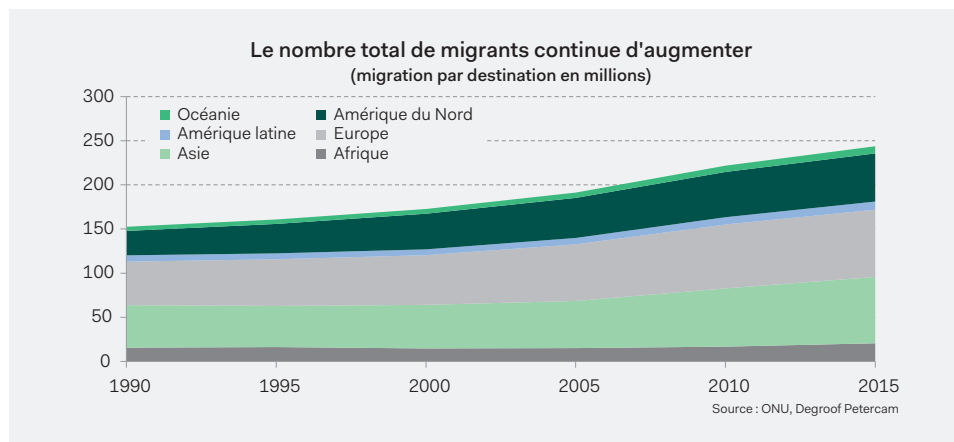
L'économiste Dani Rodrik se montre sceptique à l'égard de la mondialisation financière et milite quant à lui pour une mondialisation ressemblant davantage au système de Bretton Woods. Il cite l'exemple de la Chine pour illustrer le succès de ce modèle. La Chine estimait que la libre circulation des flux de capitaux et qu'un taux de change flottant n'étaient pas propices à son développement, et a engrangé ses succès économiques sans ces éléments. Mais elle entreprend depuis ces dernières années de s'ouvrir au reste du monde et de réduire le contrôle des capitaux. Comme nous l'avons vu précédemment, le trilemme de l'économie internationale suppose que si les autorités chinoises entendent maintenir leur politique monétaire indépendante, ce mouvement ne pourra s'opérer qu'avec un taux de change plus flexible. Nous avons encore été les témoins récemment de cet exercice difficile et avons assisté à quelques chocs du côté du renminbi chinois face au dollar américain.



L'avenir de la mondialisation financière ne peut s'appuyer, contrairement à la mondialisation du commerce de biens et de services, sur aucun précédent historique. Cependant, l'instabilité des taux de change, quelques crises sur les marchés émergents et les résultats décevants de certains pays, démontrent que l'avenir de la mondialisation financière n'est pas entièrement certain. Nous avons même parfois assisté ces dernières années à l'émergence d'un contrôle des capitaux, à titre d'instrument macroprudentiel, afin de lutter contre l'instabilité financière. Le FMI le confirme également et a modifié – du moins en partie – sa position à l'égard du contrôle des capitaux. À l'instar de la mondialisation des biens et des services, la mondialisation financière ne semble pas nécessairement être un phénomène permanent et irréversible.

## La libre circulation de la main-d'œuvre

La mondialisation économique englobe aussi, outre les biens, les services et les capitaux, la mobilité internationale de la main-d'œuvre. La migration à l'échelle mondiale progresse de manière relativement lente. D'après les Nations Unies, le nombre total de migrants, en pourcentage de la population mondiale, est passé de 2,6% en 1960 à 3,3% en 2015. Le nombre de migrants *par habitant* n'augmente pas partout de manière uniforme: les chiffres des Nations Unies font apparaître que l'Océanie, l'Amérique du Nord et l'Europe ont accueilli les plus grands nombres de migrants par rapport à leurs populations respectives<sup>3</sup>.



Bien que le nombre de migrants ait substantiellement augmenté en termes absolus, les chiffres de la croissance sont nettement inférieurs aux chiffres de la croissance des échanges internationaux de biens, services et capitaux. La mobilité internationale relativement faible de la main-d'œuvre, même à l'intérieur des pays ou des marchés unifiés (comme l'UE), reste source d'un grand décalage entre l'offre, d'une part, et la demande actuelle et future de main-d'œuvre, d'autre part.

La migration internationale augmentera probablement au cours des années à venir, en raison des évolutions démographiques dans les pays émergents et de la demande croissante de main-d'œuvre dans les pays industrialisés en raison du vieillissement de la population. L'OCDE prévoit en effet que les pays industrialisés seront confrontés à un vieillissement de leur population, à une baisse de leurs cohortes de jeunes et à une sortie progressive du marché du travail de leur importante génération du *baby-boom*.

La divergence entre la croissance des pays émergents et celle des pays industrialisés pourra de plus expliquer en grande partie la migration économique future. Les schémas traditionnels de migration peuvent changer: la demande de main-d'œuvre dans certains pays émergents augmentera en raison du vieillissement de leur population. Certains pays progressent par ailleurs dans la chaîne mondiale des valeurs et s'adonnent de plus en plus à la recherche et au développement. Par conséquent, les marchés émergents participeront dans une mesure croissante à la «chasse mondiale aux talents».

<sup>3</sup> En 2015, le nombre de migrants représentait 20,6% de la population totale de l'Océanie, 15,2% de celle de l'Amérique du Nord et 10,3% de celle de l'Europe. La moyenne mondiale s'élève à 3,3%.



L'accent des schémas mondiaux de migration ne doit pas toujours être mis sur les personnes hautement qualifiées. De nombreux pays de l'OCDE ont une demande croissante en termes de personnes faiblement qualifiées dans des secteurs comme l'agriculture, la construction et les soins de santé.

Les schémas de migration sont évidemment aussi influencés, outre les facteurs économiques, par des facteurs politiques et environnementaux, comme le réchauffement climatique. Ces facteurs peuvent s'avérer décisifs à l'heure de prendre la décision de partir travailler à l'étranger et d'éventuellement s'y établir de manière permanente. L'afflux migratoire actuel que connaît l'Europe, imputable aux tensions politiques accrues et à la guerre au Moyen-Orient, pourrait être un remède partiel au décalage entre l'offre et la demande sur les marchés européens de la main-d'œuvre. Une meilleure intégration au sein des marchés européens de la main-d'œuvre est nécessaire à cet effet.

L'augmentation de la mobilité de la main-d'œuvre constitue l'un des grands défis de la mondialisation à venir, qui pourrait aussi procurer la plupart des avantages économiques sous la forme d'une hausse de la croissance, d'une baisse du chômage et d'une plus grande compétitivité des économies. Les nouvelles technologies, qui permettent aux migrants de rester mieux connectés avec leur pays d'origine, pourraient en outre abaisser les barrières et ainsi faciliter le départ à l'étranger.

### Institutions

Un courant important de la recherche en matière de mondialisation souligne l'importance des institutions. La mondialisation a besoin de règles et ces règles peuvent être fournies par des institutions. Il n'est pas tant question ici d'institutions et de juridictions internationales, bien que l'importance de règles étoffées, claires et applicables augmente aussi à mesure que les économies se développent et que la mobilité géographique progresse.

L'économiste américain Barry Eichengreen fait référence à l'étalon-or, une « institution construite socialement » qui a considérablement abaissé les frais de transaction dans le commerce international au cours de la première vague de mondialisation. Un autre économiste américain, Frederic Mishkin, souligne que la mondialisation ne peut fonctionner dans les pays émergents que grâce à de « bonnes institutions » qui promeuvent le droit de propriété, comme le bon fonctionnement de l'ordre juridique, les limites imposées aux expropriations par les autorités publiques et l'absence de corruption.

L'existence d'institutions est peut-être l'une des raisons pour lesquelles la crise économique de 2009 n'a pas donné lieu, malgré la chute du commerce international, à la même réaction protectionniste que dans les années trente. Non seulement des institutions internationales interdisent les augmentations de tarifs, mais il existe aussi de nombreuses institutions nationales qui, grâce à leurs dispositifs sociaux, ont fait baisser la demande de mesures drastiques telles que les augmentations de tarifs.

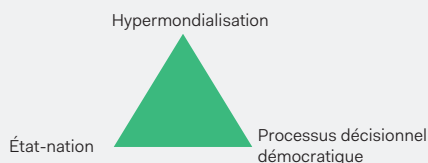
Les principales institutions internationales qui ont donné corps à la vague de mondialisation d'après-guerre sont le Fonds Monétaire International (FMI), la Banque Mondiale et l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC – World Trade Organisation ou WTO). Le FMI et la Banque Mondiale ont été fondés après la Seconde Guerre mondiale, lors de la conférence de Bretton Woods. Le FMI a pour objectif d'encourager la coopération monétaire internationale, de faciliter le commerce international, d'œuvrer en faveur d'une croissance économique durable, ainsi que d'élaborer des programmes d'aide au profit des pays confrontés à des difficultés de balance des paiements. La Banque Mondiale a pour objectif de lutter contre la pauvreté. L'OMC est issue de l'organisation ayant présidé à l'Accord Général sur les Tarifs Douaniers et le Commerce (GATT)

après les négociations du Cycle d'Uruguay dans les années nonante, et a pour objectif de conclure des accords commerciaux internationaux ainsi que de stimuler le commerce international de biens et de services.

Le cycle actuel de négociations de l'OMC – le Cycle de Doha – n'a pas engrangé de nombreux succès depuis son lancement en 2001. L'économie mondiale est devenue à ce point volatile que les pays sont moins enclins à exposer leur économie nationale aux éventuels chocs indésirables inhérents à un nouvel accord commercial mondial révisé en profondeur. En conséquence, les principaux moteurs institutionnels sont *de facto* les nouveaux accords commerciaux préférentiels et régionaux. Ce sont ces accords sélectifs, qui échappent au cadre de l'OMC, qui ont fortement influencé l'évolution de la mondialisation de l'économie internationale au cours des dernières années. Les États-Unis ont participé à deux accords récents et largement commentés: le Partenariat Trans-Pacifique (PTP), avec les pays de la ceinture du Pacifique, et le Partenariat Trans-Atlantique de Commerce et d'Investissement (*Transatlantic Trade and Investment Partnership*, TTIP) avec l'UE.

Ces traités concernent bien davantage que le seul commerce international de biens: les services, les investissements, les télécommunications et l'économie numérique sont des thèmes typiquement abordés. L'échange international de biens est relativement libre, particulièrement entre l'UE et les États-Unis, mais il existe encore de nombreuses barrières, par exemple en ce qui concerne l'échange international de données. Les modifications de fond apportées par ces accords internationaux reflètent les limites et les défis auxquels l'avenir de la mondialisation est confronté, qui ne sont pas uniquement de nature pratique, mais peuvent aussi être de nature politique. La mondialisation est un sujet politiquement sensible. Ces limites politiques sont peut-être les principales limites à la mondialisation. Les institutions qui accueillent la mondialisation sont donc inévitablement influencées sur le plan politique. D'après l'économiste déjà cité Dani Rodrik, un trilemme politique se pose dès lors, qui impose de choisir entre l'hypermondialisation, le processus décisionnel démocratique et l'État-nation.

### Le trilemme politique de la mondialisation



Le trilemme politique de Rodrik pose que les trois éléments suivants ne peuvent exister de façon concomitante: une forme poussée d'hypermondialisation, un État-nation et un processus décisionnel démocratique. Seuls deux de ces trois éléments peuvent être retenus simultanément. D'après Rodrik, le compromis de Bretton Woods a opté pour la combinaison de l'État-nation et du processus décisionnel démocratique, au détriment de la mondialisation poussée. Il peut être alternativement opté pour une combinaison de l'État-nation et de l'hypermondialisation. Cette option correspond à la situation que le journaliste Thomas Friedman a qualifiée de *golden straightjacket*. Lorsqu'un pays opère ce choix, sa politique économique est intégralement déterminée par des facteurs économiques externes, indépendamment des effets redistributifs internes politiquement sensibles. Le processus décisionnel démocratique n'a pas sa place dans cette combinaison, ce qui

rend donc cette option peu adéquate. La troisième option, qui retient les valeurs démocratiques combinées à une hypermondialisation, est celle de la *global governance*. D'après cette option, si le monde hypermondialisé et le processus démocratique veulent aller de pair, ce processus décisionnel doit également se déployer à l'échelle mondiale.

### Conclusion

La gigantesque vague de mondialisation survenue après la Seconde Guerre mondiale s'est nourrie de l'idée que le protectionnisme d'avant-guerre était à la source de la grande dépression des années trente. Mais il n'est pas nécessaire de remonter plus de cent ans en arrière pour conclure que le processus de mondialisation n'est pas irréversible. La crise économique et financière de 2008-09 a donné lieu à une contraction du commerce international sans précédent depuis la grande dépression des années trente. Les enseignements tirés du passé ont toutefois permis d'éviter un retour du protectionnisme.

L'échange international de biens semble néanmoins ralentir ces dernières années, ce qui a incité d'aucuns à parler d'une phase imminente de démondialisation. Outre les tensions géopolitiques, le terrorisme et la guerre, divers autres facteurs mettent continuellement en péril la poursuite de la mondialisation. La mondialisation est un processus asymétrique et non linéaire, susceptible de générer des tensions et des conflits. Par ailleurs, les avantages du libre-échange sont diffus et ses coûts, concentrés : il existe un large groupe de consommateurs qui profite de la faiblesse des prix des biens de consommation, face à un petit groupe de producteurs dont les bénéfices et les revenus sont menacés par l'intensité de la concurrence mondiale. Ces effets redistributifs asymétriques du commerce international constituent un ferment idéal pour l'opposition politique à la mondialisation, même si le résultat global n'est pas un *zero*, mais un *positive sum game*.

Il s'avère difficile de prédire si la mondialisation jouera à l'avenir un rôle stimulant substantiel pour l'économie mondiale. Des chocs technologiques pourraient toutefois ouvrir la voie à de nouveaux gains de productivité, accélérer la croissance et être source d'une nouvelle vague de mondialisation.

Force est de constater que l'avenir de la mondialisation financière reste incertain, comme l'instabilité des taux de change, les crises sur les marchés émergents et les résultats mitigés de certains pays le démontrent.

L'augmentation de la mobilité de la main-d'œuvre constitue l'un des grands défis de la mondialisation à venir, qui pourrait aussi procurer la plupart des avantages économiques sous la forme d'une hausse de la croissance, d'une baisse du chômage et d'une plus grande compétitivité des économies.

Enfin, la mondialisation a besoin de règles et ces règles peuvent être fournies par des institutions. Il s'agit d'un sujet politiquement sensible. Les limites politiques sont peut-être les principales limites à la poursuite de la mondialisation. Les institutions qui soutiennent la mondialisation sont donc inévitablement influencées sur le plan politique et le processus décisionnel démocratique doit, de l'une ou l'autre façon, jouer un rôle central en la matière.

## Références

- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, *Triennial Central Survey of Foreign Exchange*, 2013.
- CHATEAU, J., FONTAGNÉ, L., FOURÉ, J., JOHANSSON, Å. et OLABERRÍA, E., « Trade Pattern in the 2060 World Economy », in *OECD Journal: Economic Studies*, 2015.
- EICHENGREEN, B., *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press, 2008.
- FRIEDMAN, T.L., *The Lexus and the Olive Tree*, New York, Anchor Books, 2000.
- GROS, D., *The End of Globalization ?*, Bruxelles, Centre for European Policy Studies, 2016.
- HECKSCHER, E.F., OHLIN, B., FLAM, H. et FLANDERS, M.J., *Heckscher-Ohlin Trade Theory*, Cambridge, MIT Press, 1991.
- KEYNES, J.M., *The Economic Consequences of the Peace*, New York, Harcourt, Brace and Howe Inc., 1920.
- MISHKIN, F.S., « Why We Shouldn't Turn Our Backs on Financial Globalization », in *IMF Staff Working Papers*, vol. 56, 2009.
- OCDE, *Connecting with Emigrants: A Global Profile of Diasporas*, OECD Publishing, 2012.
- ONU, *International Migration Report*, 2015.
- PRASAD, E., ROGOFF, K., KOSE, M.A. et WEI, S., « Financial Globalization and Economic Policies », in *Brookings Global Economy and Development Working Paper*, 34, 2009.
- RICARDO, D., *The Principles of Political Economy and Taxation*, Londres, J.M. Dent & Sons, 1911.
- RODRIK, D., *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, New York, W.W. Norton & Company Inc., 2012.

# Dette croissante ou dette de croissance?

Thomas Van Rompuy

«Leve æs alienum debitorem facit, grave inimicum.»

«Celui qui donne peu d'argent se fait un débiteur,  
celui qui en donne beaucoup se fait un ennemi.»

(Sénèque)

La dette a toujours été, de mémoire d'homme, une notion centrale de notre société, qu'il s'agisse d'un crime et de son châtement sur le plan de l'éthique ou d'une dette sous forme d'obligation financière entre deux parties. L'aspect éthique ne peut pas toujours être distingué de l'aspect économique. Par exemple, prêter de l'argent à autrui revient à exprimer une motion de confiance en ses capacités de remboursement.

L'éthique entre en jeu dès que l'on réfléchit à l'endettement sous l'angle du principe de la solidarité. Notre société, qui bénéficie d'un haut niveau de bien-être, souhaite-t-elle par exemple financer la dette d'une autre société ayant atteint un niveau d'endettement intenable? Quand un débiteur doit-il faire amende honorable et ne peut-il plus compter sur la solidarité ou la confiance de son bailleur de fonds, même lorsque ce dernier a un intérêt à long terme à se trouver face à une contrepartie solvable? Tous ces éléments sont indissociablement liés.

Nous souhaitons aborder en détail les questions suivantes dans le présent article:

- Quel niveau d'endettement peut être considéré comme sain pour qu'une économie se développe et prospère, et comment celui-ci évolue-t-il?
- À partir de quand la croissance économique doit-elle primer la réduction/consolidation de la dette? La question-clé que nous posons à cet égard est la suivante: de quelle assise sociale les autorités publiques doivent-elles disposer pour procéder à la réduction de la dette?
- Qu'en est-il de l'endettement et des finances publiques en Belgique?
- Quelles leçons pouvons-nous tirer en définitive?

## Dette (propre)?

D'un point de vue économique, l'endettement est une chose positive, du moins lorsqu'il est contenu dans certaines limites. Contracter une dette revient pour une entreprise, un ménage ou des autorités publiques à témoigner d'une confiance en leur avenir. À être convaincus qu'ils seront en mesure de rembourser cette dette dans un délai acceptable. L'endettement fait tourner l'économie. Les autorités publiques dépensent de l'argent, les ménages consomment et acquièrent des biens immobiliers, tandis que les entreprises investissent et prennent des risques. Tous ces ingrédients soutiennent l'économie et stimulent l'inflation.

La manne céleste de l'endettement connaît bien entendu des limites : l'endettement n'est tenable que pour autant qu'il existe des débiteurs solvables. Des déséquilibres apparaissent dès que des contreparties insolubles commencent à accumuler des dettes.

Ceci explique en partie la crise économique et financière que la société occidentale a vécue en 2008. Un volume trop important de crédits a été accordé à des contreparties qui n'avaient pas la capacité de les rembourser. Ce système peut continuer à tourner aussi longtemps que les dettes peuvent être déplacées dans la chaîne. Mais à un moment donné, il n'y a plus personne à qui revendre la dette.

Ce n'est donc pas un hasard si la crise économique et financière s'est muée en crise de la dette de la zone euro. La dette d'une société doit en effet être analysée de manière cumulative. Elle correspond à la somme des dettes des ménages, des entreprises et des autorités publiques.

Nous constatons trop souvent que les entreprises privées et les ménages contractent des dettes qui sont canalisées par le système bancaire. Lorsque le niveau d'endettement n'est plus tenable en raison du fait que de trop nombreux débiteurs ne sont plus en mesure de rembourser leurs dettes, le système bancaire – et dans son sillage l'ensemble de l'économie – risque d'en faire les frais. Dans les économies fortement développées, les autorités publiques prennent à ce moment une grande partie de ces dettes à leur compte en fournissant des capitaux aux banques, afin de sauvegarder leur pérennité. La dette se déplace donc dans la chaîne.

Les autorités publiques constituent le dernier maillon de cette chaîne. Et lorsque les autorités publiques ne prennent pas cette dette à leur compte, l'économie risque d'entrer en récession. Dans un tel scénario, les banques feraient faillite et emporteraient dans leur chute l'épargne que les ménages et les entreprises leur ont confiée. Le patrimoine financier de très nombreux citoyens serait réduit à néant, ce qui ébranlerait fortement le tissu économique. En guise de réaction, les capitaux résiduels fuiraient en masse cette économie pour ne pas subir le même sort.

En revanche, les autorités publiques qui reprennent une partie d'un endettement excessif et continuent à mener en parallèle une politique budgétaire crédible peuvent restaurer plus rapidement la confiance sur les marchés. Les autorités publiques se positionnent dans ce cas de figure comme le *lender of last resort* et doivent jouir d'une confiance suffisante auprès des marchés de capitaux pour rembourser leurs dettes ou les renouveler à terme.

Dans une telle situation, les autorités publiques doivent emprunter le chemin de l'orthodoxie budgétaire afin de ramener la dette publique dans des limites acceptables. Les autorités publiques qui se montrent trop strictes, par exemple en augmentant les impôts et en diminuant les investissements, peuvent miner la croissance économique de leur pays. Le cas échéant, la dette continuera à augmenter proportionnellement étant donné que l'économie se contractera pour un taux d'endettement identique, voire croissant.

Mais où se situent les limites ? Souvenons-nous que les normes de Maastricht ont été élaborées au cours de la phase de lancement de la zone euro, puis introduites par le pacte de stabilité et de croissance. Les normes à respecter pour adhérer à la zone euro étaient les suivantes : un déficit budgétaire ne pouvant excéder 3 % du PIB et une dette publique ne pouvant dépasser 60 % du PIB.

Comme nous le savons, ces normes n'ont pas été atteintes par de nombreux États membres ayant adhéré à la zone euro, en ce compris la Belgique. Ces États membres avaient promis de suivre la voie de l'assainissement budgétaire et de la réduction de la dette publique. Mais dès que la zone

« À un moment donné,  
il n'y a plus personne  
à qui revendre  
la dette. »

euro est devenue une réalité et que les taux d'intérêt ont été harmonisés entre États membres, des dettes ont été contractées en masse par les autorités publiques et le secteur privé dans ces États membres.

### Le « catch 22 » de la dette ?

Mais comment se porte notre économie mondiale aujourd'hui sur le plan de l'endettement ? Avons-nous tous tiré les bons enseignements ?

Nous constatons que le taux d'endettement des ménages aux États-Unis et dans la zone euro commence à baisser depuis peu. La dette privée totale aux États-Unis est passée d'environ 100 % du PIB en 2009 à plus ou moins 85 % mi-2015. La dette privée au sein de la zone euro a baissé au cours de la même période d'environ 65 % à 60 %. Cet assainissement est la conséquence de la crise économique et financière. Un patient qui vient de subir une crise cardiaque en raison d'une mauvaise alimentation essaie d'adapter son style de vie étape par étape.

Les niveaux d'endettement intenable ont été réduits, ce qui a eu un effet de frein sur l'économie. Les économies développées ont de ce fait basculé dans une récession après 2008 et les autorités publiques ont repris une partie des dettes malsaines, notamment par le sauvetage de certaines banques.

Afin de garder la maîtrise de cette dette publique à l'augmentation exponentielle et d'empêcher la faillite des États-nations, différents mécanismes ont été mis en place au niveau de la zone euro. C'est ainsi que des « dispositifs de soutien » ont été instaurés, comme le Mécanisme Européen de Solidarité ou – à l'avenir – le Fonds Européen de Résolution, afin de fournir des liquidités aux États membres et aux banques indigent(e)s. Il a en outre été demandé aux banques de remettre graduellement les dettes des États membres indigents (ce que l'on a appelé le *haircut*). La BCE a par ailleurs commencé de son côté à mettre progressivement en place des programmes de rachat dans l'optique de faire baisser les taux d'intérêt sur les dettes échues et de restaurer la confiance sur les marchés.

La zone euro tente désespérément depuis 2008 de se libérer des chaînes de l'endettement. Les autorités publiques qui reprennent la dette du secteur privé mettent leur « notation » en jeu et risquent de ne plus pouvoir assumer le coût du financement de la dette publique.

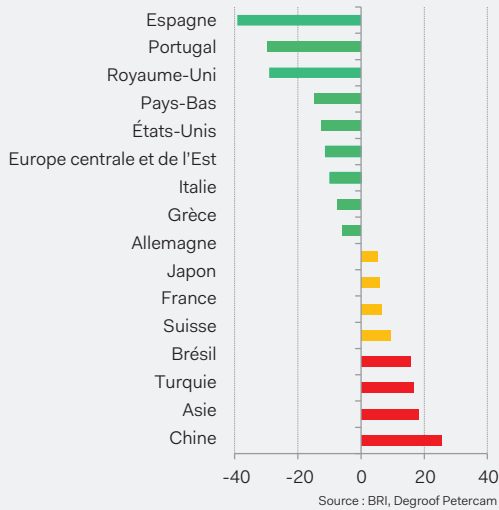
C'est pourquoi les autorités publiques doivent mener une politique budgétaire orthodoxe qui menace quant à elle de miner la croissance indispensable à la réduction de la dette.

Tandis que la zone euro tente petit à petit de sortir de ce marasme, cela fait longtemps que l'on observe les pays émergents (Chine, Inde, Brésil, Russie, etc.) qui affichent compétitivité et dynamisme, au contraire du « vieux continent ».

Mais des évolutions récentes démontrent que même ces pays émergents ne peuvent supporter qu'un certain degré d'endettement. Le risque d'une expansion excessive des crédits existe donc chez eux aussi.

L'indicateur *credit-to-GDP gap* reflète la tendance à l'endettement d'un pays par rapport à son économie. Il observe l'écart des dettes privées par rapport à la tendance à long terme et nous apporte essentiellement des informations sur le rythme d'endettement plutôt que sur le niveau d'endettement. Plus l'indicateur est élevé, plus le risque d'en arriver à des niveaux d'endettement intenable est important, ce qui peut entraîner une implosion du système financier local afférent. La Chine et l'Asie se situent dans la zone rouge foncé de cet indicateur, équivalente à un avertissement. D'autres pays ayant affiché une forte croissance, comme le Brésil, la Turquie et le Canada, sont proches de niveaux alarmants sur le plan de l'augmentation de la dette. Ces pays ont récemment constaté une forte baisse de leur croissance.

## Endettement particulièrement rapide dans les pays émergents (*credit-to-GDP gap* (en %), 2015)



La Chine semble emporter la palme, avec un ratio *credit-to-GDP gap* supérieur à 20%. D'autres pays n'apparaissant pas dans ce tableau, comme l'Indonésie, Singapour ou la Thaïlande, obtiennent eux aussi des scores supérieurs à 10%. L'étude de la BRI (Banque des Règlements Internationaux) démontre que par le passé, deux tiers des pays analysés se trouvant au-delà du seuil de 10% ont connu des tensions bancaires importantes après quelques années seulement.

Lorsqu'on observe plus particulièrement la situation en Chine, on constate une forte expansion des crédits poussée par le secteur bancaire qui finance un marché de l'immobilier toujours plus en surchauffe et des taux d'intérêts bas, comme l'illustre le graphique ci-dessous.

## Explosion des crédits en Chine





Ce n'est pas non plus un hasard si nous constatons que la Chine est confrontée depuis peu à un problème de viabilité du niveau de son endettement privé et de ses investissements en baisse. Ce n'est pas tellement le niveau absolu de la dette chinoise qui inquiète. En effet, le niveau d'endettement public est sous contrôle et la Chine peut en absorber une partie. C'est la vitesse à laquelle cet endettement augmente qui est préoccupante.

À l'inverse, les États-Unis et certains pays de la zone euro – tels que la Grèce, l'Espagne, le Portugal, les Pays-Bas et l'Italie – affichent un score négatif à l'indicateur *credit-to-GDP gap*, ce qui témoigne d'une tendance au renversement du niveau d'endettement. Certains États membres consentent d'énormes efforts afin de recouvrer structurellement la maîtrise du niveau de leur dette publique.

### Les économies requièrent une assise sociale

Un niveau élevé d'endettement est généralement la conséquence de divers facteurs, entre autres :

- une politique très souple d'octroi des crédits menée par le secteur bancaire ;
- un marché de l'immobilier dont les prix augmentent et qui fait donc monter l'endettement dans l'économie ;
- des taux d'intérêt du marché très faibles qui rendent les crédits bon marché.

À un moment donné, l'économie ne peut plus supporter cet endettement et la dynamique du marché y apporte une correction. Dès que le choc financier est encaissé et que l'économie affiche à nouveau des chiffres de croissance modestes, l'objectif doit consister à réduire l'endettement ou à tout le moins à ne plus le laisser augmenter.

Pourquoi donc est-ce aussi difficile ? L'endettement global progresse par exemple encore dans certains États membres de la zone euro, mais il est surtout tiré vers le haut par l'endettement public que l'on ne parvient pas à maîtriser.

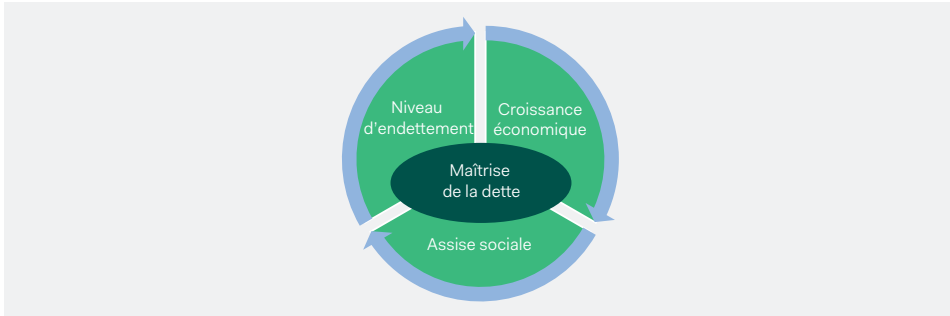
Cette dernière étape du processus d'assainissement est la plus difficile car elle implique des choix sociaux, et donc politiques. Quelle quote-part de notre bien-être actuel sommes-nous prêts à abandonner afin de mettre en place un régime économique plus sain qui sera compétitif à long terme et pourra générer de la croissance ? Nous devons réduire la dette afin de ne pas laisser un lourd héritage aux générations futures, mais notre modèle économique « rhénan » repose au même temps sur la nécessité de la croissance. Si nous devons effectivement assainir nos budgets, nous avons aussi l'obligation de continuer à engranger de la croissance afin d'être en mesure de financer les coûts inhérents au vieillissement de la population et aux autres acquis sociaux dans un contexte démographique difficile.

Mais ce qui rend un État-nation fondamentalement différent d'une entreprise ou d'un ménage, c'est qu'il ne peut réaliser des économies comme bon lui semble car c'est l'électeur qui a le dernier mot. Lorsque les responsables politiques doivent prendre des mesures extrêmes afin de maîtriser le niveau d'endettement, ils doivent pouvoir compter sur une assise et un soutien suffisants au sein de la population. À défaut, cette dernière vote le départ de ses dirigeants politiques.

Le mot-clé du raisonnement ci-dessus est « assise sociale ». Les autorités publiques représentent le dernier domino d'une économie emmenée par la dette. Elles ne peuvent prendre des décisions que dans le cadre du mandat que l'électeur leur a confié.

# Dettes croissantes ou dettes de croissance ?

Cette situation peut être présentée schématiquement comme suit :



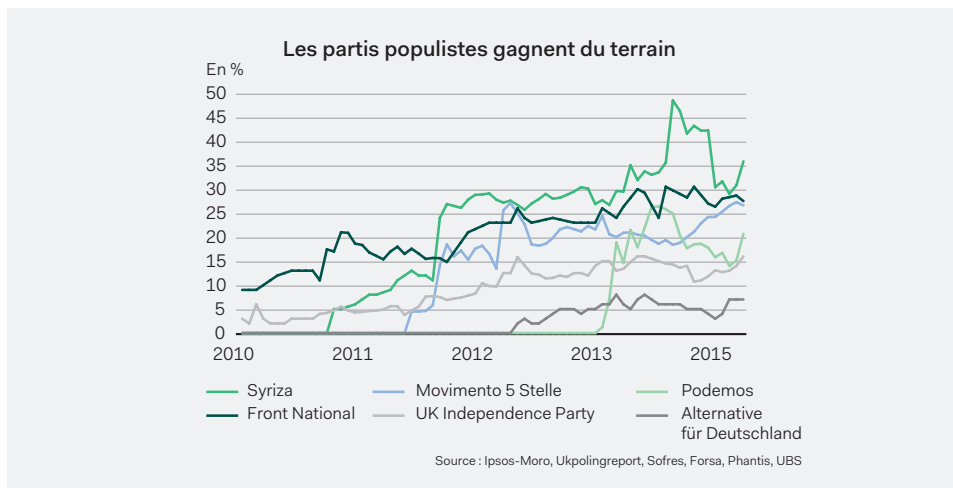
Lorsque l'endettement risque de déraper et, par conséquent, d'ouvrir la voie à une période de récession, les autorités publiques ont besoin d'un soutien suffisant de la population pour recouvrer la maîtrise de l'endettement. Tout part de là.

C'est ainsi que les gouvernements espagnol, irlandais, italien, portugais et grec ont été contraints de faire des coupes sombres dans les dépenses publiques afin de maîtriser leur niveau d'endettement et de restaurer leur crédibilité auprès de leurs créanciers débiteurs. Ce n'est pas un hasard si ces pays sont confrontés à de nombreux troubles politiques. Il faut en effet des dirigeants politiques forts pour convaincre une population de la nécessité de consentir des sacrifices sans pouvoir escompter des résultats (comme la croissance économique) à court terme.

À observer la constellation politique en Grèce, nous constatons que quatre coalitions – et quatre premiers ministres – se sont succédé en six ans : de Papandréou à Tsípras en passant par Papadímós et Samarás. C'est précisément parce que les réformes ont requis d'immenses efforts de la Grèce, et qu'elles ont fait basculer le pays dans une profonde récession économique, que la population a constamment élu d'autres dirigeants.

En période d'économies et de privations, une partie de la société est vite encline à identifier des « ennemis » extérieurs pour expliquer les difficultés auxquelles le pays est confronté. Les populistes politiques déclarent alors sans ambages que les problèmes en cours ont été causés par d'autres et que des solutions simples peuvent être mises en œuvre. Tant qu'une société adhère trop massivement à ce type de discours, le processus de réforme fait du sur-place et la plaie béante que constituent les niveaux d'endettement intenable n'est pas près d'être pansée.

Ce n'est pas un hasard si des mouvements politiques « singuliers » ont reçu un soutien dans les pays énumérés ci-dessus, comme « Aube Dorée » en Grèce, le Mouvement 5 étoiles de Beppe Grillo en Italie ou le parti Podemos – poussé par les « Indignados » – en Espagne. Le graphique ci-dessous montre l'évolution du poids électoral de quelques partis politiques « populistes » au cours des dernières années dans la zone euro.



## Cinq minutes de courage politique ?

Le débat public sur les finances de l'État se réduit trop vite de nos jours à ce qui suit :

- le patronat souhaite que les responsables politiques prennent des « décisions courageuses », indépendamment de l'existence d'une assise pour ce faire ;
- les syndicats ou d'autres groupements socioéconomiques de gauche déclarent que c'est toujours le citoyen qui paie en définitive l'addition, et les économies à charge des dépenses publiques sont donc taboues.

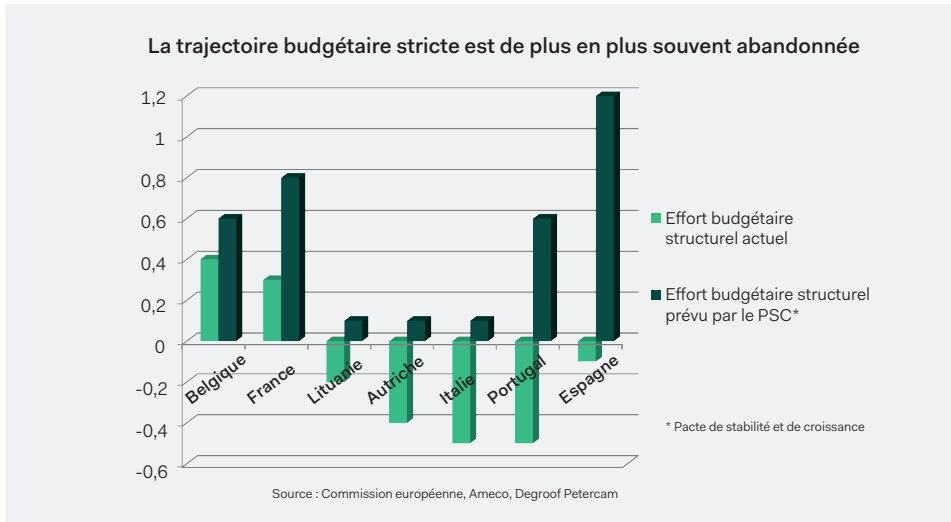
La démocratie est l'art de faire des choix difficiles tout en sauvegardant la stabilité politique. En bref, l'art de faire ce qui est courageux mais réaliste. Rien n'est plus facile que de parler de la nécessité de faire des choix politiques difficiles pour ensuite faire sombrer le pays dans le chaos politique. Cela gomme en effet le résultat obtenu.

C'est précisément la raison pour laquelle la meilleure voie est toujours celle de l'approche progressive. Nous avons évoqué en début de chapitre les normes de Maastricht (3% de déficit public et 60% de dette publique). Ces objectifs sont devenus totalement irréalistes dans le climat économique actuel au sein de la zone euro depuis l'éclatement de la crise de la dette.

La Grèce, l'Espagne et l'Irlande ont enregistré des déficits supérieurs à 10%. Même la France a confectionné des budgets dans le rouge de plus de 5%. C'est justement pour tenir compte de cette réalité que les normes de Maastricht ont été diluées et que des programmes de suivi ont été élaborés avec la Commission européenne, lesquels ont fixé des trajectoires permettant de recouvrer la maîtrise des finances publiques à terme. L'objectif consistait – mieux vaut tard que jamais – à trouver une certaine cohérence budgétaire au sein de la zone euro.

Le but était de mettre les autorités publiques suffisamment sous pression pour qu'elles mènent les réformes nécessaires. Le rythme de ces économies définit souvent l'assise populaire sur laquelle les autorités publiques peuvent encore compter. Nous constatons ainsi que la Commission européenne se montre de moins en moins stricte quant aux écarts potentiels par rapport aux trajectoires budgétaires, telles que suivies dans le cadre du « European Semester ». Le graphique ci-dessous indique les États membres de la zone euro qui ne respectent pas ou qui ne respectent

que partiellement la trajectoire budgétaire inscrite dans le pacte de stabilité et de croissance pour 2016 (PSC).



Par exemple, l'Autriche, l'Italie, la Lituanie, l'Espagne et le Portugal fournissent aujourd'hui des efforts budgétaires structurels négatifs, en violation de ce que prévoit et requiert la trajectoire du pacte de croissance et de stabilité. D'où vient ce ralentissement dans les trajectoires d'assainissement ? Mais surtout, pourquoi la Commission européenne ne s'en offusque-t-elle pas ? Parce qu'elle se rend compte que les États membres doivent pouvoir compter sur un soutien suffisant de la population. À défaut, le cap des mesures d'économies ne peut jamais être tenu.

La zone euro doit être consciente que le grand écart qui sépare les États membres créanciers des États membres débiteurs ne les conduit pas à négliger leur situation nationale et leurs propres institutions.

C'est notamment ainsi que le premier ministre grec Tsípras a gagné un référendum dans son propre pays pour rejeter la trajectoire d'assainissement imposée, que le Royaume-Uni organisera en juin un référendum sur son maintien dans l'UE, que les Pays-Bas ont voté contre dans le référendum pour la coopération renforcée avec l'Ukraine, etc. Lorsque l'assise disparaît, un choix peut être rapidement réduit à une concession faite à l'« ennemi extérieur ». Plutôt que de faire son propre examen de conscience. La problématique est réduite à la question de « l'un ou l'autre » : flamand ou wallon, musulman ou chrétien, écossais ou anglais, etc.

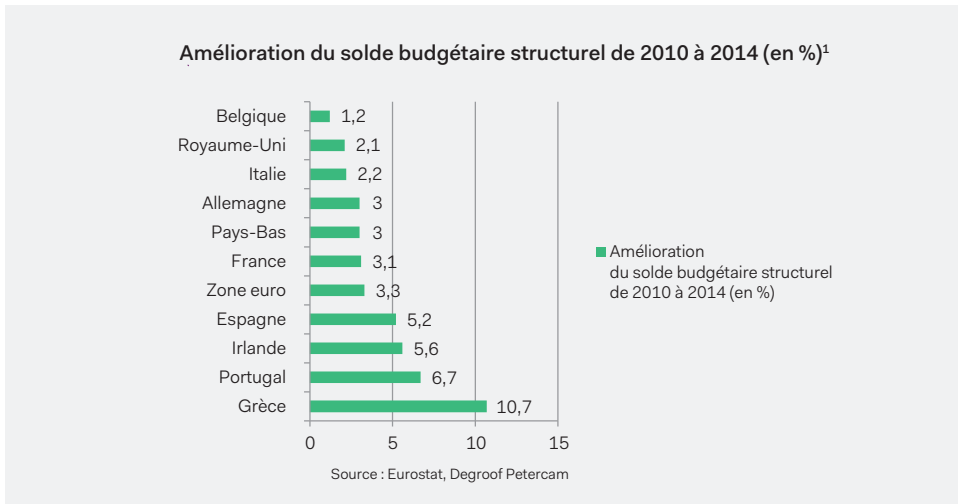
La zone euro se trouve à un point de basculement, de très nombreux États membres ayant déjà déployé d'énormes efforts budgétaires via toute une série de clauses de flexibilité. Mais les luttes politiques ont amené les politiques nationaux d'un grand nombre de ces États membres à préférer pointer l'« Europe » d'un doigt accusateur pour les sacrifices qui ont dû être consentis, plutôt que de faire leur propre examen de conscience.

Les institutions européennes en sont de plus en plus conscientes et assouplissent les trajectoires d'assainissement. L'objectif consiste à procurer davantage d'oxygène à l'assise, afin que le train de l'assainissement ne déraile pas.

## Dettes croissantes ou dette de croissance ?

L'on constate pour la première fois depuis longtemps des chiffres de croissance économique dans pratiquement tous les pays de la zone euro. L'objectif consiste à fournir tout l'oxygène possible à cette croissance afin que la population et les dirigeants politiques puissent démontrer qu'une lumière scintille au bout du tunnel et que les sacrifices donnent des résultats. Lorsque nous observons notre aperçu schématisé, nous constatons qu'un équilibre précaire s'avère nécessaire entre la croissance économique, la réduction de la dette et l'assise sociale afin d'obtenir des résultats.

La zone euro sera confrontée à un défi existentiel au cours des années à venir. Un défi consistant à identifier une capacité de croissance potentielle et une compétitivité plus élevées, à recouvrer la maîtrise des niveaux d'endettement actuels dans le contexte des développements démographiques, et à se détacher de l'assise sociale pour continuer à faire les choix difficiles qui s'imposent. Cette trajectoire est difficile, mais nous évoluons constamment dans la bonne direction. La maîtrise des budgets réapparaît progressivement (grâce – il est vrai – à la faiblesse des taux d'intérêt), la zone euro enregistre de la croissance, le secteur bancaire semble plus stable et l'endettement public baisse petit à petit. Mais cela suffira-t-il lorsque le coup de pouce économique apporté par la politique de baisse des taux d'intérêt, la croissance mondiale et la faiblesse des prix de l'énergie disparaîtront ?



### La Belgique rechigne-t-elle à faire des économies ?

Nous avons mis en exergue le fait que les pays fortement développés ont trop misé sur l'endettement et que les marchés y ont mis un terme abrupt. S'accordant le rôle de *lender of last resort*, les autorités publiques ont repris de très nombreuses dettes pour continuer à faire tourner l'économie et empêcher le scénario d'une grande dépression.

De nombreux pays ont fourni d'importants efforts afin d'améliorer leur solde budgétaire structurel et ont entrepris de maîtriser l'endettement privé. Mais qu'a fait la Belgique de son côté ? Nous

<sup>1</sup> Le solde structurel est le solde budgétaire ordinaire corrigé pour les facteurs conjoncturels.

constatons qu'au cours de la période 2010-14, la Belgique a enregistré une amélioration structurelle de son solde budgétaire nettement moins forte que la moyenne de la zone euro.

Le solde budgétaire primaire de la Belgique (c'est-à-dire le solde budgétaire calculé sans tenir compte du coût de financement de la dette publique) est passé d'année en année d'environ +7% au début du siècle à un résultat légèrement négatif (-0,1%) en 2016.

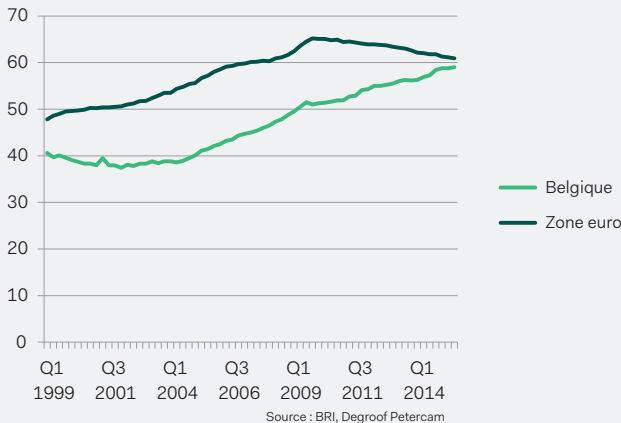
## Évolution de l'endettement du secteur privé ?

Comment l'endettement privé a-t-il évolué en Belgique au cours de la dernière décennie ? La Belgique s'est principalement distinguée des autres pays en ce qu'elle n'a pas été véritablement confrontée par le passé à une correction sur le marché de l'immobilier, ni à une explosion de l'endettement privé. Nous avons davantage été confrontés en Belgique à la difficulté que le bilan de certaines grandes banques affichait de très nombreux emprunts (étrangers) malsains ou que celles-ci faisaient face à de graves problèmes de liquidité en pleine crise financière. En conséquence, le secteur public a dû venir à la rescousse du secteur bancaire.

En Belgique, l'endettement privé a augmenté jusqu'à atteindre le niveau de la zone euro. Cette situation est essentiellement due au fait que le marché belge de l'immobilier ne se refroidit pas en dépit de la suppression (limitée) des incitants fiscaux, comme le bonus-logement, et des limites introduites par les banques sur le plan de l'octroi des crédits hypothécaires. Le climat de faiblesse des taux, la croissance démographique (fortement imputable à l'immigration) et la recherche de rendement (dans un contexte de faiblesse des taux) continuent à dynamiser le marché de l'immobilier et à soutenir la demande.

Le rapport « octroi de crédits par rapport au PIB » nous indique que le niveau d'endettement augmente graduellement. Le niveau d'endettement – tant privé que public – sans cesse en hausse, combiné à la faiblesse de la croissance économique et à l'augmentation des prix de l'immobilier, nous pousse à la vigilance.

**L'octroi de crédits aux ménages continue à progresser en Belgique, au contraire de la zone euro**



La Belgique connaît un accroissement de l'endettement privé et doit par ailleurs fournir des efforts budgétaires structurels de 3% du PIB au cours de la période 2014-18. Et ce, dans un climat de forte augmentation des coûts liés au vieillissement de la population et de faiblesse de la croissance économique potentielle. Cela aura un impact beaucoup plus grand que ce que nous avons connu jusqu'à présent, à moins qu'il ne soit opté pour un assouplissement ou un ralentissement de la trajectoire budgétaire prévue. Une option pourrait consister à reporter le déficit budgétaire et à réaliser des investissements publics ciblés améliorant l'infrastructure et favorisant une plus grande croissance (potentielle). Dans ce type de situation, les dépenses courantes ne peuvent excéder les recettes courantes si l'on veut conserver la maîtrise de l'endettement.

Il semble donc que la Belgique doive encore effectuer un gros «travail d'assainissement» en matière de finances publiques. Mais des éléments positifs peuvent être signalés. Nous constatons notamment que la balance commerciale de la Belgique affiche à nouveau des chiffres positifs. De plus, les coûts futurs liés au vieillissement de la population sont pris en compte dans le cadre de réformes du régime belge des pensions et le handicap salarial est systématiquement réduit. Enfin, le renforcement des fondamentaux de la compétitivité belge devrait déboucher sur davantage de croissance.

### Conclusion

Les économies fortement développées se trouvent dans une période où elles se voient contraintes de réduire ou de stabiliser les niveaux d'endettement. La dette privée accumulée a été partiellement transférée sur la dette publique. Les autorités publiques doivent à présent effectuer un travail d'assainissement et améliorer parallèlement leur compétitivité si elles veulent créer de la croissance et ainsi sauvegarder la pérennité de leur modèle social.

Ce ne sera possible qu'en adoptant une approche progressive afin de ne pas perdre en chemin toute l'assise sociale requise à cet effet. Ce n'est pas un hasard si la Commission européenne se montre de plus en plus flexible vis-à-vis de la trajectoire d'assainissement que doivent suivre certains États membres. À défaut, le chaos politique risquerait de s'installer dans de très nombreux États membres et les conséquences seraient bien plus désastreuses que le non-respect de la vitesse imposée sur la trajectoire d'assainissement. Lorsque l'assise sociale s'érode, l'électorat risque de préférer les solutions «simplistes» en liant la responsabilité des problèmes en cours à des éléments externes. L'émergence de nombreux partis populistes au sein de la zone euro rend ce risque particulièrement réel.

Les économies fortement développées semblent recouvrer progressivement la maîtrise de leur niveau d'endettement et renforcer petit à petit leurs fondamentaux économiques.

La Belgique doit encore de son côté parcourir une grande partie de la trajectoire budgétaire structurelle. Si l'on ajoute à cela la dette publique élevée et l'augmentation des coûts liés au vieillissement de la population, la Belgique ne peut mener qu'une politique d'investissement limitée pour raviver la croissance. Il n'est pas impossible que la Belgique doive se contenter d'années de croissance économique modeste.

À l'échelle mondiale, nous constatons que de très nombreux pays émergents ne sont pas aussi robustes que nous le pensions initialement et qu'ils comptent encore sur un fort endettement et une importante expansion des crédits. L'on peut se demander comment ils géreront cet endettement et quand ils seront en mesure d'évoluer vers une économie de marché mature fondée sur la connaissance.

Dans ce contexte de faible croissance, de vent contraire démographique, d'érosion de l'assise sociale et d'importance des niveaux d'endettement, la politique monétaire occupe plus que jamais

une place centrale. La BCE peut abaisser le coût de financement de la dette publique des États membres de la zone euro tout en stimulant les exportations et en réduisant le cours de l'euro. Elle accordera ce faisant aux autorités publiques le temps et l'espace indispensables pour prendre des décisions difficiles et renforcer les fondamentaux économiques. Lier uniquement la politique de la BCE aux objectifs en termes d'inflation reviendrait à sous-estimer la responsabilité qui lui incombe.

En guise de conclusion finale, nous ne pouvons pas nous laisser éconduire par des solutions ou des prises de position « simplistes » en ce qui concerne tant la politique monétaire que la fermeté des responsables politiques ou notre compétitivité sous-jacente. Un équilibre doit toujours être trouvé entre l'endettement, la compétitivité et une assise sociale suffisante. Les décisions et positions doivent reposer sur davantage que les seuls paramètres économiques. À ne pas en être conscient, on risque de conduire l'électeur à revendiquer l'arrêt des projets politiques sur la table. L'art de combiner ce qui est réaliste à une vision claire. C'est cela, danser sur la corde raide.

### Références

- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, *Long series on total credit to the non-financial sectors*, 2016.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX, *Quarterly Review International Banking and Financial Market developments*, 2015.
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE, *European Financial Stability Review*, 2016.
- COMMISSION EUROPÉENNE, *Structural balance of general government excluding interest*, 2016.
- COMMISSION EUROPÉENNE, *Review of draft budgetary plans for 2016*, 2015.
- BANQUE NATIONALE DE BELGIQUE, *Rapport 2015. Évolution économique et financière*, 2015.
- UBS, *The Future of Europa*, 2016.



# Les leçons – provisoires – de la Grande crise financière

Hans Bevers

« Theoretical macroeconomic models of one brand or another are very influential. They guide the architects of econometric forecasting models. They shape the thinking of policymakers and their advisers about “the way the world works”. They color the views of journalists, managers, teachers, housewives, politicians, and voters. Almost everyone thinks about the economy, tries to understand it, and has opinions on how to improve its performance. Anyone who does so uses a model, even if it is vague and informal. »

(J. Tobin)

En novembre 2008, deux mois à peine après la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers, la Reine Élisabeth II d'Angleterre visitait la prestigieuse London School of Economics pour l'inauguration d'un nouveau bâtiment. Abasourdie par ce qui se passait alors sur les marchés financiers du monde entier, elle demanda à l'un des professeurs présents pourquoi personne n'avait vu venir ce malaise.

Beaucoup de choses ont été écrites sur les causes de la Grande crise financière. D'une manière générale, il est admis que plusieurs éléments, qui se sont par ailleurs influencés de différentes manières, ont joué un rôle. Parmi ceux-ci figurent notamment l'endettement excessif du secteur privé, des matelas de capitaux insuffisants dans le chef des banques commerciales et le rôle douteux des agences de notation de crédit. Mais l'attitude de *moral hazard*<sup>1</sup> au sein des grandes institutions qui se croyaient *too big to fail* et le rôle d'une politique monétaire trop laxiste dans les années qui ont suivi l'éclatement de la bulle technologique et les attentats du 11 septembre 2001 sont aussi très souvent cités parmi les principales causes. Même chose pour le phénomène des déséquilibres mondiaux des balances de paiement avec, d'une part, les importants surplus dans de nombreux pays émergents et, d'autre part, les déficits aux États-Unis, au Royaume-Uni et dans la périphérie européenne. De quoi peser encore un peu plus sur les taux dans les pays en déficit et faire ainsi augmenter les prix sur le marché de l'immobilier. Certains disent même que Monica Lewinsky aurait une part de responsabilité dans la mesure où le scandale sexuel aurait fragilisé Bill Clinton... Tout cela aurait ainsi contribué à l'annulation du *Glass Steagall Act*, en vigueur depuis

---

1. Les Anglo-Saxons parlent de *moral hazard* lorsque les dirigeants ont intérêt à continuer à faire croître leur groupe en prenant plus de risques, le rendant ainsi trop gros pour faire faillite.

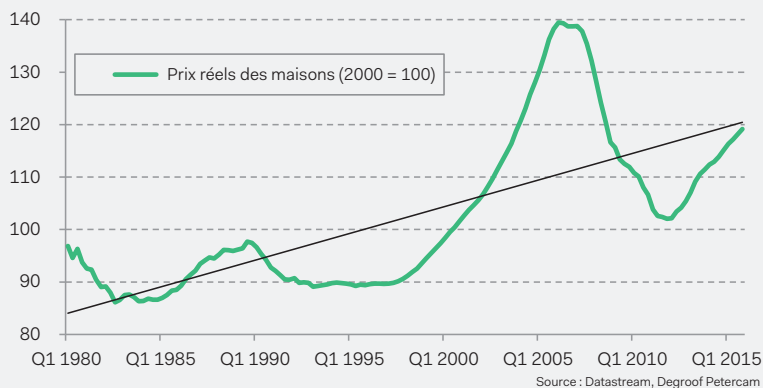
1933 pour organiser la séparation entre banques commerciales et banques d'affaires. Quoi qu'il en soit, le rôle de la dérégulation dans le secteur financier ne peut pas être surestimé.

D'autres placent la principale cause dans un cadre sociétal plus large et parlent des inégalités sociales croissantes sur fond de changements technologiques, avec une réalité politique totalement dédoublée et un accès plus difficile à l'enseignement. La réponse politique à cette possible menace d'instabilité sociale a dès lors consisté à faciliter l'octroi de crédits aux particuliers de différentes manières, ou *let them eat credit* pour reprendre les propos quelque peu cyniques tenus en 2010 par Raghuram Rajan, alors économiste en chef du FMI et aujourd'hui gouverneur de la Banque centrale indienne. Le reconditionnement des crédits à la consommation et prêts hypothécaires par des institutions publiques comme Fannie May et Freddie Mac pour faciliter l'accès à la propriété en est ici un bel exemple.

Comment est-il dès lors possible que seuls quelques-uns aient vu venir la Grande crise financière ? Comment l'éclatement de la bulle immobilière américaine a-t-il pu contaminer le système financier mondial et pousser le capitalisme au bord du gouffre ? Comment expliquer que près de huit ans après la chute de Lehman Brothers, la reprise économique mondiale reste aussi faible et que les taux directeurs des principales banques centrales soient proches de 0%, voire négatifs ? Quelles leçons économiques provisoires pouvons-nous tirer à ce stade de la décennie écoulée ?

Répondre correctement à ces questions est naturellement important pour faire face aux prochaines crises. L'objectif de ce chapitre n'est toutefois pas d'analyser la crise jusque dans ses moindres détails, mais bien d'esquisser une image plus large. L'accent sur le caractère provisoire des leçons à tirer n'est du reste pas sans importance dans la mesure où la Grande récession fera encore l'objet de nombreuses études académiques pendant de nombreuses décennies. Il ne sera donc pas question ici de bilan final définitif.

### La bulle du marché immobilier américain



## Le Pont du Millénium

Le 10 juin 2000, la ville de Londres a inauguré officiellement le Pont du Millénium, une passerelle en acier qui relie la Cathédrale St-Paul au Tate Modern Museum, de l'autre côté de la Tamise. Il s'agissait du premier nouveau pont sur la Tamise depuis le célèbre Tower Bridge construit à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle. Mais à peine le public avait-il commencé à emprunter la nouvelle passerelle que celle-ci se mit à osciller, au point de nécessiter sa fermeture. Comment cela était-il possible alors que le passage à pied exerce essentiellement une pression verticale et que les ingénieurs avaient pu calculer parfaitement la résistance à prévoir de la construction une fois qu'ils eurent eu connaissance de la capacité de la passerelle ?

De plus amples études ont mis en lumière que des mouvements de 1 Hertz (un mouvement par seconde) faisaient bouger le pont. Cela peut sembler quelque peu surprenant dans la mesure où un rythme de marche normal se fait à 2 Hertz (deux mouvements par seconde, dont une fois avec le pied gauche et une fois avec le pied droit). Il s'agissait par ailleurs de mouvements horizontaux et non verticaux. Ce phénomène est en réalité connu depuis bien longtemps et explique pourquoi un groupe de soldats arrête de marcher lorsqu'il doit franchir ce type de pont. Outre une force verticale, la marche exerce en effet aussi une petite force horizontale tout simplement parce que nos jambes sont légèrement écartées. Le pas identique des soldats accentue ces forces horizontales, ce qui peut alors faire bouger ce type de pont, avec un possible risque d'effondrement à la clé.

La probabilité qu'un groupe important de personnes franchisse le pont de la même manière est très faible dans la mesure où chaque traversée peut être considérée comme un événement individuel indépendant. C'est pourtant bien ce qui s'est produit et les vibrations à peine perceptibles du début se sont progressivement accentuées, si bien que la masse a inconsciemment voulu marcher d'un pas similaire contre les vibrations, rendant celles-ci encore plus fortes et laissant finalement apparaître des mouvements visibles à l'œil nu. Ensuite, tout le monde a essayé au même moment de garder son équilibre, ce qui a encore renforcé le phénomène et secoué violemment le pont. Le fait que tout le monde ait réagi rationnellement d'un point de vue individuel, dans une tentative de garder l'équilibre, n'a donc fait qu'aggraver la situation. Une donnée intéressante car il s'agit d'un exemple de choc interne ou de crise systémique, clairement différent d'un choc externe, comme un tremblement de terre.

Cela nous ramène à la question de la Reine d'Angleterre en novembre 2008 : « Pourquoi personne n'a rien vu venir ? » En juin 2009, un groupe d'académiciens britanniques de premier plan, de journalistes économiques et de responsables politiques s'est réuni à la British Academy pour en parler et a livré ses conclusions dans une lettre adressée à Buckingham Palace<sup>2</sup>. Nous nous en voudrions de priver le lecteur de ce passage qui fait furieusement penser à l'exemple du Pont du Millénium.

*[...] So where was the problem? Everyone seemed to be doing their own job properly on its own merit. And according to standard measures of success, they were often doing it well. The failure was to see how collectively this added up to a series of interconnected imbalances over which no single authority had jurisdiction. This, combined with the psychology of herding and the mantra of financial and policy gurus, lead to a dangerous recipe. Individual risks may rightly have been viewed as small, but the risk to the system as a whole was vast. So in summary, Your Majesty, the failure to foresee the timing, extent and severity of the crisis and to head it off, while it had many causes, was principally a failure of the collective imagination of many bright people, both in this country and internationally, to understand the risks to the system as a whole. [...]*

<sup>2</sup> La lettre peut être lue sur le site de la British Academy : <http://www.britac.ac.uk/events/archive/forum-economy.cfm>.

## Les crédits reconconditionnés représentaient un vrai risque systémique



En effet, le cœur de ce qui s'est passé en 2008 trouvait son origine dans l'essor de la finance de l'ombre ou *shadow banking*. Cela a alors créé un gigantesque risque systémique qui a finalement permis à la crise de prendre des proportions gigantesques. La forme était naturellement différente, mais quand la musique a enfin cessé, nous avons eu droit à un *bank run* en bonne et due forme avec les institutions financières refusant subitement de s'accorder mutuellement des crédits parce qu'elles ne savaient plus, avec toutes ces activités hors bilan, à quels risques leurs contreparties traditionnelles étaient exposées. Ce qui précède explique pourquoi la plupart des économistes n'ont pas vu venir la crise de 2008<sup>3</sup>. Une fois que l'ampleur du *shadow banking* est devenue plus claire et que la panique financière a frappé après la faillite de Lehman Brothers, il n'était naturellement plus difficile de comprendre que les marchés immobiliers surévalués des deux côtés de l'Atlantique et l'accumulation pendant des années d'une importante dette privée nous laisseraient une grave crise.

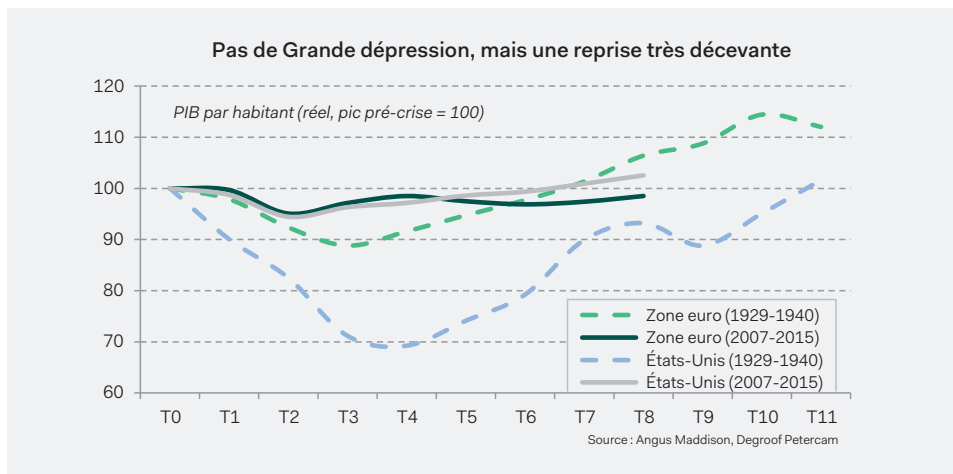
Cela a à son tour fait vaciller l'Union monétaire européenne sur ses bases. Le premier grand test pour l'Union monétaire a très vite mis en lumière la grande fragilité des fondamentaux. Rien de très surprenant à vrai dire. Beaucoup d'économistes avaient en effet déjà mis en garde contre cela bien avant le lancement officiel de l'Union monétaire en 1999. Et ils avaient raison. L'absence d'une véritable union économique et politique allait tôt ou tard poser des problèmes à l'euro. Et le « cercle vicieux » entre autorités et institutions financières a montré par ailleurs la nécessité d'une union bancaire.

## L'approche de la crise

Au-delà de la question de savoir si la Grande crise financière aurait pu être évitée, il est au moins aussi important de se pencher sur la manière dont les économistes et responsables politiques ont agi, d'une part, pour limiter autant que possible les conséquences négatives et, d'autre part, pour favoriser aussi vite que possible une reprise durable. Grâce aux leçons des années trente du

<sup>3</sup> Il n'est pas exact de dire que personne n'avait vu venir les problèmes, mais la question n'est pas là. Beaucoup d'économistes avaient déjà attiré l'attention sur les prix vertigineux sur le marché immobilier. Quelques-uns comparaient la nouvelle technologie financière de pointe aux armes de destruction massive.

siècle précédent, nous avons fort heureusement échappé à un *remake* de la Grande dépression. Karl Marx, qui, au XIX<sup>e</sup> siècle, avait annoncé la chute du capitalisme, a donc eu tort. La raison dans ce cas peut être cherchée dans le fait que les autorités ont mené correctement leur mission de stabilisation à travers une politique monétaire et budgétaire expansionniste. Le gouverneur de la FED<sup>4</sup>, Ben Bernanke, avait ainsi bien retenu que l'abandon de l'étalon-or (couplage de la masse monétaire à la quantité de réserves d'or) avait grandement contribué à mettre un terme à la situation déflationniste en 1933.



John Maynard Keynes avait bien compris les lacunes du capitalisme quand il avait écrit sa théorie générale de l'emploi, des intérêts et de l'argent en 1936. Keynes se distinguait des économistes classiques adeptes du laissez-faire comme Adam Smith en ce sens que pour lui, l'État avait une importante fonction de direction et que laisser faire l'économie ne permettrait pas nécessairement d'atteindre le plein emploi des facteurs de production disponibles. Cette vision est naturellement à l'opposé des idées des économistes classiques qui rejettent toute fonction de stabilisation par l'État. Pour les économistes classiques, l'intervention de l'État est superflue et même préjudiciable car elle empêche le bon fonctionnement du mécanisme de marché. Des salaires, prix et intérêts flexibles feront en sorte, argumentent-ils, que la demande absorbera toujours totalement l'offre. Le chômage est donc un phénomène temporaire qui disparaîtra de lui-même. Keynes y était radicalement opposé et affirmait que les interventions de l'État pouvaient réellement conduire à une meilleure issue et que les prix et salaires n'étaient pas assez flexibles pour aboutir rapidement à un nouvel équilibre optimal. Avec la dérégulation comme une des principales causes de la Grande récession et la nécessité absolue d'une intervention de l'État pour sauver le capitalisme, Keynes est ressuscité.

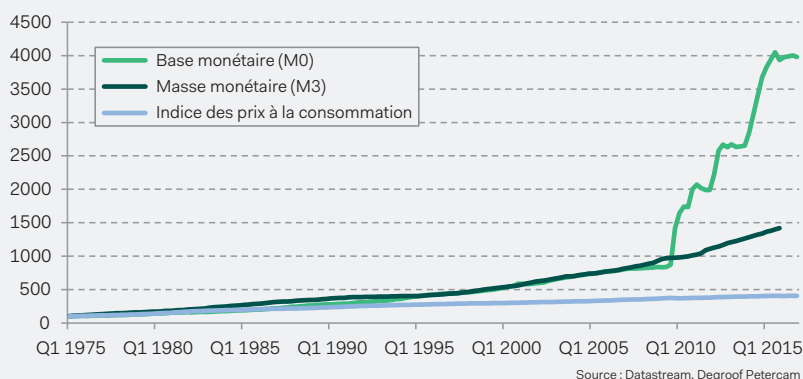
Les autorités ont donc beau avoir évité un *remake* de la Grande dépression, la reconnaissance est restée globalement très modeste. Pensons par exemple à la lettre ouverte au président de la FED, Ben Bernanke, en 2010. Plusieurs penseurs et philosophes de premier plan y mettaient clairement en garde contre le risque que la politique monétaire bien trop expansionniste ne conduise rapidement à une dévaluation du dollar américain et à une forte hausse de l'inflation. En période

4 Réserve fédérale des États-Unis, *Federal Reserve System* – FED.

économique normale, il est effectivement un fait que la création d'argent conduit à une hausse de l'inflation dans la mesure où la base monétaire et la masse monétaire augmentent de manière plus ou moins identique. Mais l'on pouvait s'attendre cette fois à ce que l'augmentation spectaculaire de la base monétaire ne fasse pas augmenter autant la masse monétaire avec une forte hausse de l'inflation pour conséquence. La raison était évidente. L'assouplissement quantitatif n'a pas provoqué de hausse rapide de la masse monétaire parce que le mécanisme d'octroi de crédits avait des ratés en raison, d'une part, de la réduction du bilan chez les prêteurs financiers, mais aussi et surtout, d'autre part, de la très faible demande des entreprises et des consommateurs.

Le fait que la BCE n'ait commencé à intervenir de manière plus énergique qu'à partir de l'été 2012 était peut-être aussi dû dans une large mesure à la crainte déjà présente, mais infondée, que l'inflation pouvait dérailler rapidement. La zone euro a de ce fait perdu beaucoup de temps. Le doute quant au rôle de « prêteur en dernier ressort » de la BCE n'a alors fait qu'augmenter, ne donnant pas la moindre chance à la reprise économique et renforçant encore la gravité de la crise.

**Forte hausse de l'offre monétaire américaine mais inflation à peine perceptible**

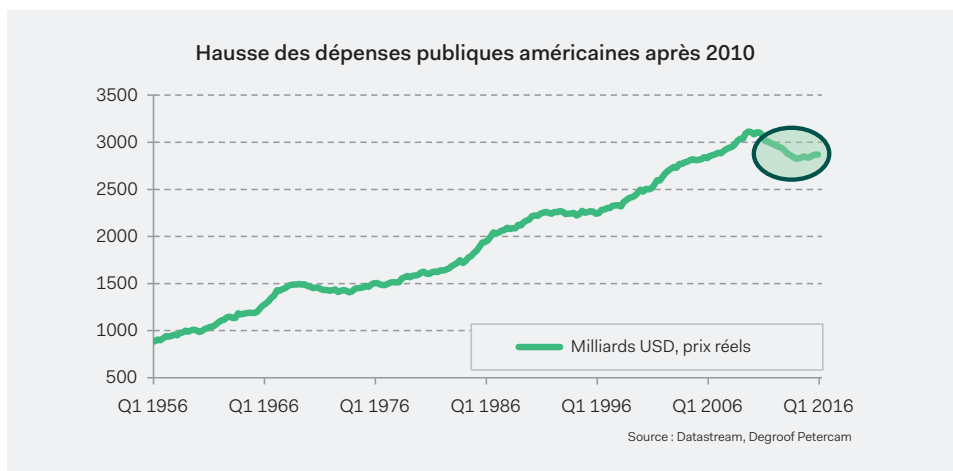


Cela explique peut-être aussi pourquoi la reprise est restée si modérée ces dernières années. Plus généralement, on peut affirmer que d'importantes idées du passé ont disparu au cours de cette période.

Une des principales leçons de la période post-2008 est que les économies budgétaires exercent une influence négative importante sur l'activité économique quand elles ne sont pas atténuées simultanément par une baisse des taux. Cette idée-là aussi existait déjà depuis longtemps. Keynes disait en effet que « le bon moment pour l'austérité n'était pas la récession, mais l'expansion ».

Pourtant, les économistes d'Harvard Alberto Alesina et Silvia Ardagna ont présenté en 2009 la doctrine de « l'austérité expansionniste ». Leur idée selon laquelle les économies budgétaires avaient à peine des effets négatifs et même au contraire souvent des effets positifs sur l'activité économique a reçu un large écho politique. De manière peu surprenante, de nombreux responsables politiques ont profité de cette étude pour justifier et imposer l'orthodoxie budgétaire. En juin 2010, le président de la BCE de l'époque, Jean-Claude Trichet, avait déclaré que l'idée que les mesures d'économies pouvaient plomber totalement la croissance était erronée et il avait même suggéré que cela ne pouvait qu'accélérer la reprise économique. L'adage alors était que la croissance économique viendrait d'elle-même grâce à la confiance accrue du secteur privé dans les

autorités. Ce n'est que fin 2010 que le FMI a présenté des résultats contraires et démontré qu'Alesina et Ardagna avaient commis une erreur méthodologique. Le FMI a trouvé alors qu'un exercice d'économie de 1% du PIB conduirait en moyenne à 0,5% de croissance en moins après deux ans et à une hausse du taux de chômage de 3%. Le multiplicateur budgétaire<sup>5</sup> (0,5) était donc clairement positif et non négatif comme le prétendaient les deux économistes d'Harvard. Par ailleurs, la baisse simultanée des taux, à travers une dépréciation du taux de change, préserve d'ordinaire l'activité économique d'une baisse plus importante. Mais comme il ne reste pratiquement plus de marge pour abaisser les taux lorsque ceux-ci sont proches de zéro, ce facteur atténuant ne peut plus jouer son rôle, accentuant encore le multiplicateur budgétaire. Et si tout le monde essaie d'épargner en même temps, on peut s'attendre à ce que la croissance soit mise encore plus sous pression. Et en effet, l'étude du FMI en 2012 a montré que le multiplicateur budgétaire avait encore augmenté au cours de cette période.



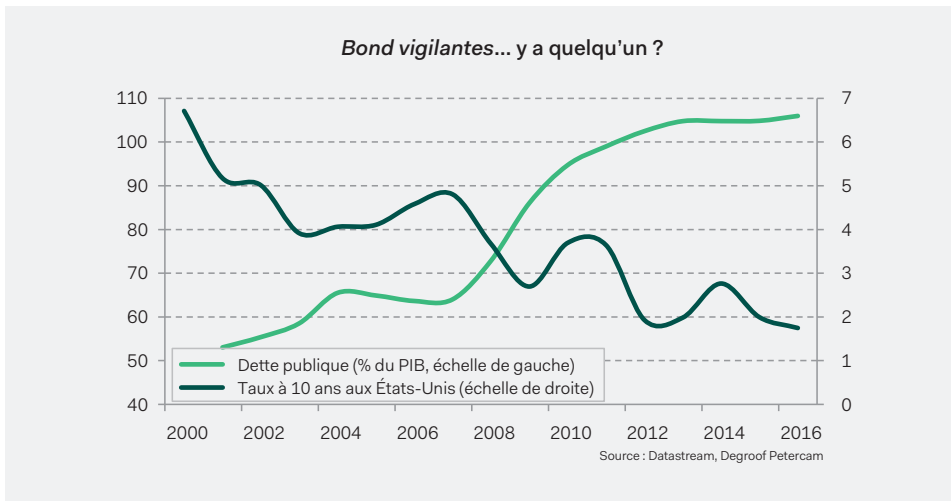
Carmen Reinhart et Kenneth Rogoff, les auteurs du *best-seller* au titre joliment sarcastique *This Time is Different*, en 2009, ont peut-être eu plus d'influence encore qu'Alesina et Ardagna. Ce chef-d'œuvre donne un aperçu clair des différents types de crises financières au cours des huit derniers siècles et montre que chaque crise est chaque fois due à la base à une période de fort endettement. Les deux économistes ont également apporté la preuve convaincante que les crises financières comme celle de 2008 sont suivies d'une profonde récession et d'une longue période de faible croissance. Surfant sur la vague de leur succès, ils ont ensuite affirmé, de manière certes un peu expéditive, que la croissance économique d'un pays était clairement influencée négativement lorsque la dette publique dépassait une certaine limite. Reinhart et Rogoff ont ainsi estimé que cette limite se situait à 90% du PIB. Une thèse qui a une nouvelle fois été prise pour argent comptant par les cabinets des responsables politiques qui estimaient qu'il était urgent de réduire la dette publique. Des responsables politiques européens et américains comme Olli Rehn ou Paul Ryan ont rapidement sauté dans le train et ne se sont pas privés de citer à de nombreuses reprises cette étude pour donner plus de poids à leur vision presque idéologique de l'épargne. Le gra-

5. Le multiplicateur budgétaire reproduit l'ampleur de l'effet des dépenses publiques sur l'activité économique. En supposant que l'État dépense 100 et que l'activité économique augmente de 50, le multiplicateur budgétaire sera alors de 0,5.

phique ci-avant montre que les États-Unis ont également mené une politique budgétaire clairement restrictive après 2010. L'importance d'un retour rapide à un équilibre budgétaire en Europe a aussi été mise en évidence à de nombreuses reprises. En partie par nécessité bien sûr, en raison de l'absence d'union budgétaire, mais aussi en raison des attermoissements de la BCE. Dans des circonstances où l'activité économique reste inférieure au potentiel, cela peut toutefois difficilement être considéré comme une bonne politique économique.

Seulement, les études n'étaient pas suffisamment étayées et plusieurs erreurs importantes ont été découvertes, rendant leurs résultats moins solides. Il existe certes une corrélation négative entre l'ampleur de la dette publique et la croissance économique, mais cela n'implique pas de lien de cause à effet. En effet, il semble au moins aussi crédible de dire qu'un ralentissement de la croissance conduit à une hausse de la dette, ce que l'Italie et le Japon semblent confirmer. Dans tous les cas, il n'existe pas de limite supérieure d'endettement au-delà de laquelle la croissance économique pourrait subitement s'arrêter.

Le fait que les trois exemples précités aient trouvé un tel écho auprès des responsables politiques et du grand public témoigne d'un manque largement répandu de compréhension économique et était largement lié, si pas totalement, à la peur des *bond vigilantes*. Ces anges gardiens des obligations sont très critiques par rapport à la politique monétaire et budgétaire expansionniste des autorités car cela provoquera une forte hausse de l'inflation et compromettra de cette manière le caractère tenable de la dette publique. Selon ce raisonnement, les taux augmentent donc parce que le marché obligataire souhaite une prime plus importante pour l'augmentation des risques en matière d'inflation et de dette publique.



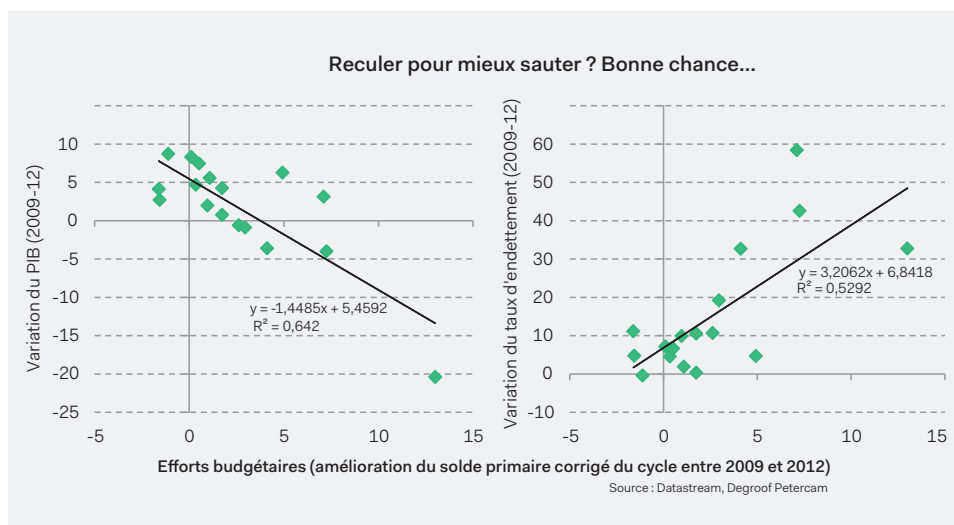
Même de grands chefs d'entreprise et banquiers ont écrit en 2012 dans une lettre ouverte à Obama et aux membres du Congrès que le ratio de dette publique devait être réduit le plus vite possible. Dans le cas contraire, il s'ensuivrait une baisse de la notation et les investisseurs demanderaient des primes de risque sensiblement plus importantes. En résumé, un scénario à la grecque serait alors inévitable. Le graphique ci-avant montre que, comme on pouvait raisonnablement s'y attendre, cette crainte était totalement injustifiée. Les périodes occasionnelles de hausse des taux reflétaient plutôt une légère amélioration du *momentum* économique, et certain-



nement pas la crainte d'une faillite des États-Unis. En Belgique également, nous avons assisté à une réaction étrange dans le chef de plusieurs économistes lorsque Standard & Poor's a, en 2011, abaissé la note des États-Unis après l'absence d'accord, après de nombreux mois, entre Républicains et Démocrates au sujet du plafond de la dette et de la future réduction de la dette. Au lieu d'un « tremblement de terre financier d'une intensité 9 sur l'échelle de Richter » ou d'un « glissement de terrain » dont certains observateurs parlaient alors, les marchés financiers ont collectivement haussé les épaules.

Reste encore à voir comment cela se passerait précisément dans la réalité. En d'autres mots, les États-Unis ou le Royaume-Uni ou encore le Japon ou tout autre pays développé disposant d'une banque centrale propre peuvent-ils se retrouver pris dans un scénario à la grecque? La réponse courte à cette question est « non ». Comme ces pays disposent d'une devise propre flottante, les éventuels doutes sur la solvabilité souveraine ne se manifesteront pas à travers une hausse des taux. Par contre, les investisseurs voudront transférer leur argent à l'étranger, ce qui provoquera bien sûr une dépréciation de la devise. Cette dépréciation aura à son tour un effet positif sur l'activité économique, ce qui permettra d'empêcher une spirale négative d'endettement. Cela n'est pas ce que nous avons vu en Grèce et dans d'autres pays touchés de la périphérie. En raison de l'absence d'une banque centrale propre, ces pays ont été poussés vers un mauvais équilibre auquel ils ne pouvaient échapper sans une aide de l'extérieur.

Une des principales leçons de la crise de l'euro est la valeur inestimable des taux de change flexibles. Lorsqu'un pays a besoin d'une forte baisse de ses prix et salaires pour redevenir compétitif, cela peut être atteint beaucoup plus vite et plus facilement par une forte dépréciation de la devise que par une douloureuse dévaluation interne. Car comme nous l'avons déjà expliqué, cette dernière pèse naturellement lourd sur la croissance. Le lien négatif entre assainissement budgétaire et croissance économique ressort à nouveau clairement du graphique de gauche ci-après. Notez que le coefficient de comparaison s'élève ici à -1,4. Pour chaque pour cent d'économies, l'activité économique recule donc de 1,4%. Cela est conforme aux observations du FMI qui, en octobre 2012, a trouvé un multiplicateur budgétaire compris entre 0,9 et 1,7.



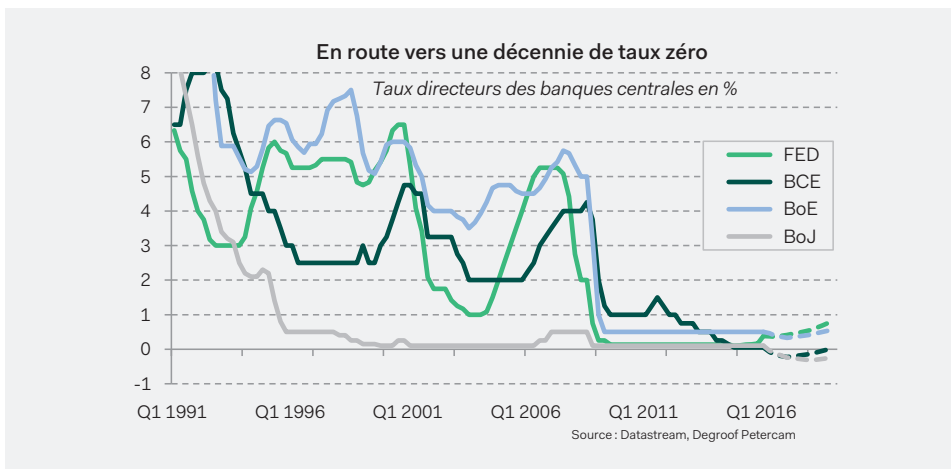
Dans la foulée de la Grande crise financière, une période marquée par l'impossibilité d'assouplir encore la politique monétaire, une importante sous-utilisation du travail et des capitaux et des opérations asynchrones d'économies dans de nombreux pays, le lien n'est donc pas seulement négatif, mais l'effet des économies sur la croissance est aussi clairement plus important par rapport à une situation normale. Cela est donc en porte-à-faux avec le concept d'« austérité expansionniste » évoqué ci-avant. Pas étonnant donc que le ratio d'endettement n'ait pas diminué, le dénominateur, autrement dit l'activité économique, ayant pris de sérieux coups. Le lien positif indique que le taux d'endettement a encore augmenté à mesure des efforts budgétaires.

### Les économistes adorent les modèles

Une question importante consiste à savoir si les observations des paragraphes précédents sont étonnantes. Bien sûr, l'économie n'est pas une science exacte. Mais quand même, il est étonnant de constater que plusieurs principes importants du passé aient été si facilement oubliés, voire ignorés. Certains ont plaidé ces dernières années pour un changement radical. C'est toutefois un raisonnement hasardeux et erroné. Certes, la balance penche trop vers les concepts et modèles microéconomiques partant de comportements rationnels parfaits fondés sur des informations disponibles. Ces modèles cadrent du reste rarement avec la manière dont sont prises les décisions dans le monde réel. Le reproche selon lequel seule une minorité a vu venir la crise est également justifié. L'avenir est définitivement incertain et les périodes de « croissance et décroissance » sont propres au système capitaliste dans lequel nous vivons. Il n'en ira pas autrement à l'avenir et il y a de fortes chances pour que les germes d'une nouvelle crise aient déjà été semés.

Mais le grand problème n'était donc pas que les modèles pour mieux comprendre la crise des dernières années n'existaient pas. Le problème est plutôt qu'ils ont été oubliés ou sciemment mis de côté. Une meilleure compréhension aurait permis de rejeter certaines affirmations à un stade précoce, d'éviter que de grands déficits budgétaires et mesures de relance monétaires non conventionnelles ne conduisent à une forte hausse des taux d'intérêt et de l'inflation, que des économies budgétaires ne pèsent trop lourd sur la croissance économique et que la contraction de dettes pour financer des investissements publics durables n'hypothèque la richesse des générations futures, au contraire.

Depuis 2009, les principales banques centrales du monde occidental appliquent des taux directeurs proches de zéro. Malgré le fait que les banques centrales aient porté leurs bilans à des trillions de dollars avec leurs mesures d'assouplissement quantitatif, l'inflation reste pratiquement partout inférieure à l'objectif de 2% environ. Même avec ces taux à zéro, il est encore possible que les taux réels soient trop élevés pour faire diminuer l'épargne et augmenter les investissements. L'économie reste donc dans une situation de sous-utilisation, avec un chômage trop élevé à la clé. Une situation appelée « trappe à liquidité » par Keynes et Hicks. Les nouvelles mesures de relance monétaires perdent alors fortement de leur efficacité car les entreprises et les ménages deviennent indifférents aux liquidités supplémentaires. Quand l'économie tombe dans une trappe à liquidité, les lois économiques ne sont en effet plus les mêmes. On peut donc également dire que les responsables et économistes qui maîtrisaient cette théorie avaient un sérieux avantage pour comprendre la Grande crise financière et, surtout, ses conséquences.



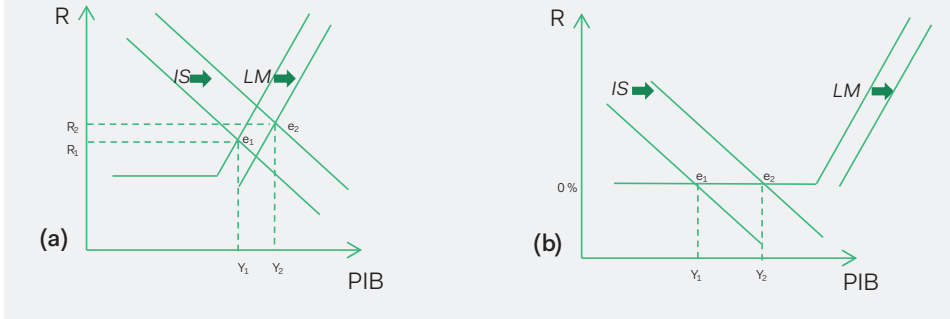
## Le modèle IS-LM dans une trappe à liquidité

Ce modèle peut être représenté sous forme de graphique. Le modèle IS-LM<sup>6</sup> est un outil de travail macroéconomique théorique pour mieux comprendre les décisions politiques dans un monde économique complexe. Il ne s'agit certainement pas d'un modèle parfait, mais il n'en est pas moins très utile, notamment dans des situations de problèmes de bilan et lorsque les taux directeurs des banques centrales sont proches de 0% comme aujourd'hui. Le modèle IS-LM montre, d'une part, l'équilibre sur le marché des biens et des services à travers la courbe IS et, d'autre part, l'équilibre sur le marché monétaire à travers la courbe LM. On parle d'équilibre macroéconomique global lorsque les deux courbes se croisent. Cela permet de mieux comprendre les interactions entre le marché des biens et le marché monétaire.

La courbe IS reproduit toutes les combinaisons de taux et de revenus pour lesquelles le marché des biens et des services est en équilibre et où la demande de biens et services est donc égale à la production. La courbe s'incline parce que des taux moins élevés (la variable indépendante ou exogène) impliquent une hausse de l'activité économique (la variable dépendante ou endogène). La courbe LM, par contre, reproduit toutes les combinaisons de taux et de revenus pour lesquelles le marché monétaire est en équilibre. Dans des conditions normales, la courbe LM affiche une inclinaison positive parce que l'augmentation de l'activité économique (ici la variable indépendante) s'accompagne d'une hausse des taux d'intérêt (ici la variable dépendante). Il en va ainsi parce qu'une hausse du PIB va de pair avec une hausse du nombre de transactions économiques et donc une hausse de la demande transactionnelle d'argent. Ramener l'offre et la demande d'argent en équilibre nécessitera une hausse des taux. Voilà pourquoi la courbe LM connaît une évolution positive. Cela ne sera toutefois pas le cas si l'économie se trouve dans une trappe à liquidité. L'économie se trouve alors sur la partie horizontale de la courbe LM. La courbe LM connaît une évolution plate au niveau 0 parce que si les taux descendent trop fortement sous 0%, les liquidités sont conservées plutôt qu'investies dans des obligations au rendement négatif. Les liquidités rapportent donc plus à ce moment-là.

6 IS-LM signifie *Investment/Savings-Liquidity/Money*. Le modèle est né en 1936 lors d'une conférence économique à Oxford en essayant de reproduire graphiquement les idées de Keynes.

Le modèle IS-LM en situation normale (a) et dans une trappe à liquidité (b)



En situation économique normale, les mesures de relance monétaires, comme un élargissement de la base monétaire, aboutiront à un glissement de la courbe LM vers la droite. Dans un premier temps, les taux baisseront et l'activité économique augmentera. Les mesures de relance budgétaires (comme une hausse des investissements publics) conduiront ainsi aussi à un glissement de la courbe IS vers la droite. Dans ce cas, l'activité économique sera stimulée. Dans le même temps, il se produira ici partiellement un phénomène de *crowding-out* ou d'éviction : en raison de la hausse des revenus, la demande transactionnelle d'argent augmentera, ce qui provoquera une demande d'argent plus importante que l'offre<sup>7</sup> et une pression à la hausse sur les taux. Cela déclenchera à son tour un mécanisme multiplicateur inversé qui fera perdre de sa force à l'impulsion budgétaire initiale. Le graphique ci-avant (a) montre l'effet conjoint final de mesures monétaires et budgétaires expansionnistes. Un nouvel équilibre macroéconomique général apparaîtra ensuite en  $e_2$ .

Comme nous l'avons déjà dit, la situation dans une trappe à liquidité est un peu différente. Dans ce cas, la politique monétaire ne fonctionne plus que très peu, voire plus du tout à un certain moment. Un élargissement de l'offre monétaire conduit alors encore à peine à une baisse des taux, les entreprises et les ménages préférant simplement conserver l'argent comptant si les taux passent trop nettement en dessous de zéro. L'économie se trouve dans une situation de sous-utilisation et la courbe IS coupe la courbe LM dans sa partie horizontale. Il y a donc des limites à ce que les décideurs monétaires peuvent faire dans ce cas. La figure (b) montre que la politique budgétaire peut encore faire la différence. L'impact sera peut-être encore plus grand car l'effet de *crowding-out* évoqué ci-avant ne se produira pas ici. Une politique budgétaire expansionniste ne conduira pas immédiatement à une hausse des taux en raison de la présence de grandes réserves de liquidités. En d'autres mots, le multiplicateur budgétaire sera plus grand qu'en situation normale, ce qui est cohérent avec de précédentes études du FMI comme celles déjà citées plus haut.

## Conclusion

Le cœur du problème en 2008 trouve son origine dans la dérégulation et le *shadow banking*. L'opacité de celui-ci explique pourquoi très peu ont vu venir la crise. Une fois que les contours de cette crise systémique sont devenus plus clairs, il a été possible, à partir des connaissances économiques disponibles, de ramener relativement rapidement l'économie mondiale dans des eaux plus calmes. Une politique budgétaire et monétaire expansionniste a alors permis d'éviter

<sup>7</sup> Dans l'hypothèse d'une offre monétaire et d'une demande spéculative d'argent inchangées.

une nouvelle Grande dépression. Mais malgré ces premiers résultats positifs, les vieilles visions économiques sont ensuite tombées aux oubliettes. Des idées comme « l'austérité expansionniste » ou la « limite de 90 % d'endettement » ont pu compter sur une grande attention, mais ne reposaient pas sur des bases théoriques suffisantes. La crainte que des mesures monétaires non conventionnelles comme l'assouplissement quantitatif ne débouchent rapidement sur une inflation excessive a peut-être retardé l'intervention de la BCE, obligeant celle-ci à miser à l'excès sur les économies budgétaires. L'absence d'une monnaie propre et l'impossibilité de faire baisser encore un peu plus des taux déjà à zéro font que les économies ont pesé lourdement sur la croissance, améliorant ainsi à peine la situation budgétaire.

Au contraire, dans une situation de trappe à liquidité, il est judicieux de miser plus sur les investissements publics. La raison est que dans ce cas, la politique monétaire perd très nettement de son efficacité et que les multiplicateurs budgétaires sont plus grands qu'en temps normal en l'absence d'un effet de *crowding-out*. Une politique budgétaire plus expansionniste peut donc contribuer à sortir l'économie de l'impasse. La question la plus importante ne consiste donc pas à savoir pourquoi si peu ont vu venir la crise, mais plutôt pourquoi les idées du passé ont été si facilement ignorées. Le problème n'est pas que les bons modèles économiques n'existaient pas, mais qu'ils n'ont pas été utilisés suffisamment. Un modèle IS-LM simple constitue un bon point de départ pour mieux comprendre le monde après 2008, même si ces théories datent déjà des années trente du siècle précédent. Même s'il ne s'agit certainement pas d'un modèle infaillible ou permettant de tout expliquer, il n'en permet pas moins de tirer plusieurs leçons certes provisoires mais aussi importantes des dernières années. Il explique aussi pourquoi, près de huit ans après la chute de Lehman Brothers, la reprise économique reste aussi maigre, pourquoi le risque de déflation subsiste et pourquoi les taux sont historiquement faibles.

### Références

- ALESINA, A. et ARDAGNA, S., « Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending », *NBER Working Paper*, n° 15438, janvier 2010.
- BLANCHARD, O. et LEIGH, D., « Are we underestimating short-term fiscal multipliers? », *IMF World Economic Outlook*, octobre 2012.
- CECCHETTI, St. et SCHOENHOLTZ, K., « Negative Nominal Interest Rates: Back to the Future? », février 2015, [www.moneyandbanking.com/commentary/2015/2/9/negative-nominal-interest-rates-back-to-the-future](http://www.moneyandbanking.com/commentary/2015/2/9/negative-nominal-interest-rates-back-to-the-future).
- DALLARD, P., « The London Millennium Footbridge », *The Structural Engineer*, vol. 79, n° 22, 2001.
- DECLERCK, G., « Belgische economen: 9 op de schaal van Richter », *De Tijd*, août 2011, [www.tijd.be/markten\\_live/nieuws\\_aandelen/Belgische\\_economen\\_9\\_op\\_de\\_schaal\\_van\\_Richter.9089235-3455.art](http://www.tijd.be/markten_live/nieuws_aandelen/Belgische_economen_9_op_de_schaal_van_Richter.9089235-3455.art).
- LEIGH, D. *et al.*, « Will It Hurt? Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation », *IMF World Economic Outlook*, octobre 2010.
- MEEUSEN, W. et WILLEMÉ, P., *Macro-economische theorie: ingeleid en voortgezet*, Diegem, Kluwer, 2002.
- RAJAN, R.G., *Fault Lines, How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, Princeton University Press, 2010.
- RAJAN, R.G., « Has Financial Development Made the World Riskier? », Jackson Hole Speech, août 2005.
- REINHART, C. et ROGOFF, K., « Growth in a Time of Debt », *NBER Working Paper*, janvier 2010.



## Bruno Colmant

Bruno Colmant, CFA, FRM, est ingénieur commercial (Solvay, ULB) et possède un MBA en méthodes quantitatives (Purdue University, USA). Il est également maître en sciences fiscales (ICHEC) et docteur en économie appliquée (Solvay, ULB).

Il a commencé sa carrière chez Arthur Andersen, Dewaay et Sofina. Il a été administrateur délégué chez ING (1996-2006), chef de cabinet du ministre des Finances (2006-07), président de la Bourse de Bruxelles, membre du *Management Committee* de NYSE Euronext et administrateur délégué d'Euronext Bruxelles (2007-09) ainsi que Deputy CEO d'Ageas (2009-11). De 2011 à septembre 2015, il a rejoint, au titre d'associé, le cabinet de consultance Roland Berger tout en restant conseiller académique du groupe Ageas. Depuis octobre 2015, il est administrateur délégué et Head of Macro Research chez Banque Degroof Petercam.

Il est également membre du Conseil central de l'économie (depuis 2004). Professeur à la Vlerick Management School, à l'UCL, à l'ICHEC, à l'École de commerce Solvay (ULB) et aux Facultés Saint-Louis, Bruno Colmant a déjà publié près de 60 livres de finance, de comptabilité et de fiscalité, sans compter ses 4.500 articles de finance pour la presse écrite. En outre, il est membre de l'Académie royale de Belgique.

## Hans Bevers

Hans Bevers détient une maîtrise en sciences économiques de l'université d'Anvers, spécialisation en statistiques.

Il a rejoint Petercam en 2011 et a été principalement responsable de l'analyse économique des marchés émergents. En outre, il a contribué au scénario macroéconomique global et à l'étude des thèmes économiques. Auparavant, il a travaillé en tant qu'économiste au Vlaams Economisch Verbond et à la KBC. Ses domaines d'expertise sont les marchés émergents, l'économie belge et européenne et les devises.

Hans Bevers a été nommé Chief economist de Banque Degroof Petercam en janvier 2016. Dans cette fonction, il est responsable de l'élaboration du scénario macroéconomique global ainsi que de l'analyse des thèmes économiques.

### Thomas Van Rompuy

Thomas Van Rompuy est détenteur d'un master en sciences politiques ainsi que d'un master en économie de gestion, tous deux obtenus à la KU Leuven.

Depuis mars 2016, il est responsable de la communication externe et des relations avec les *stakeholders* chez Banque Degroof Petercam, ce qui l'amène à s'impliquer dans la recherche macroéconomique au sein de la Banque.

Auparavant, Thomas Van Rompuy travaillait en tant que directeur Stratégie et Communications auprès de Febelfin, la fédération belge du secteur financier.

Il a également travaillé pour la société de consultance akkanto et le SPF Économie. Son expertise réside essentiellement dans les domaines de l'économie politique, des finances publiques, du monde bancaire et de la fiscalité financière.

### Michiel Verstrepen

Michiel Verstrepen détient un *Master of Economics* (spécialisation *financial economics*), un master en politique économique et est titulaire d'une maîtrise en politique internationale et comparative (spécialisation en politique européenne) de la KU Leuven. Il est également candidat au programme CFA (Chartered Financial Analyst).

En 2014, Michiel Verstrepen a rejoint le private banking chez Petercam. Depuis 2016, il est économiste chez Banque Degroof Petercam et se focalise particulièrement sur les marchés émergents et les devises.







**Bruno Colmant**  
Head of Macro Research



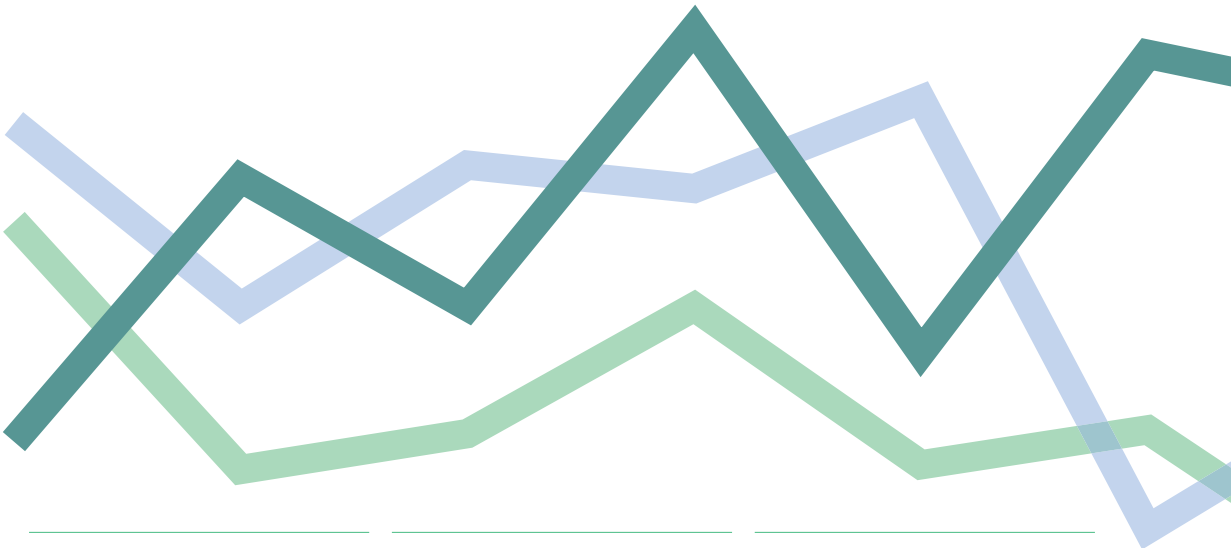
**Hans Bevers**  
Chief Economist Macro Research



**Thomas Van Rompuy**  
Senior Executive Advisor  
Macro Research



**Michiel Verstrepen**  
Economist Macro Research



---

**BLOG**  
[blog.degroofpetercam.com](http://blog.degroofpetercam.com)

---

**TWITTER FR**  
[@BDP\\_FR](https://twitter.com/BDP_FR)



---

**LINKEDIN**  
[linkedin.com/company/degroofpetercam](https://linkedin.com/company/degroofpetercam)

