

Session I

Sommes-nous vraiment dans un monde turbulent ?

Florilège de turbulences à l'agenda de l'économie mondiale

André Cartapanis

Cercle des économistes

Sommes-nous vraiment, en 2016, dans un monde turbulent ? Posée en ces termes, la réponse à une telle question est évidemment positive. Les crises financières, les chocs monétaires, les pandémies, les effets du changement climatique, les tensions politiques, sociales ou religieuses, et aussi les conflits ou les guerres, tout cela s'apparente désormais à des crises systémiques qui contaminent l'économie mondiale dans son ensemble. Nul pays n'y échappe, mais à des degrés divers. Chaque crise ne ressemble pas à la précédente et en même temps l'Histoire révèle leur cyclicité. L'ampleur de ces turbulences systémiques dépend d'abord de la nature de ces chocs, de leur taille, de leur prévisibilité. Elle répond aussi aux multiples interdépendances qui font de l'économie mondiale un immense réseau, constitué de divers types de flux (de produits, de technologies, de capitaux, d'idéologies, de migrants...) et de mécanismes brutaux d'ajustement ou d'amplification des chocs devant lesquels tous les pays ne sont pas égaux.

Si l'on se situe sur le plan macroéconomique, une typologie des chocs, de nature à créer des crises ou à susciter l'instabilité sur les marchés, peut être proposée en empruntant plusieurs voies.

D'abord en distinguant les chocs endogènes et les chocs exogènes. Les économies de marché ne sont pas intrinsèquement stables. La dynamique de la concurrence et de l'innovation, les imperfections sur les marchés, les asymétries d'information ou le poids de l'incertitude en matière financière, tout ceci alimente l'instabilité de la croissance ou la volatilité des prix d'actifs de façon endogène, sans perturbation extérieure. Le meilleur exemple, en la matière, se situe dans l'observation d'un cycle du crédit ou de la finance, et donc dans la succession de plusieurs phases :

1. Une phase que l'on pourrait qualifier « d'euphorique » : vague d'optimisme des banques et des investisseurs, boom du crédit et surendettement, sous-estimation généralisée du risque, incitations liées à la forte rentabilité bancaire et aux rémunérations très élevées dans la finance, sur-réactions et bulles sur les marchés d'actifs.
2. Un ajustement endogène : retournement des anticipations, difficultés de remboursement, défauts des débiteurs, volatilité accrue des prix d'actifs, prise de conscience du risque excessif.
3. Une phase que l'on pourrait qualifier de « neurasthénique », pouvant conduire à une crise financière : inversion des tendances sur les marchés d'actifs, extension des défauts de remboursement chez les emprunteurs, dégradation des bilans bancaires, chute des prix d'actifs les plus liquides, crise bancaire et défiance collective, faillites bancaires, *credit crunch* et processus de désendettement, et, surtout, diffusion du choc vers l'économie réelle sous la forme d'une décélération de l'activité, voire d'une récession durable. On y reconnaîtra aisément le scénario de la crise de la fin des années 2000.

Mais ces turbulences peuvent aussi répondre à des chocs exogènes en présence d'une réorientation des politiques monétaires et des taux d'intérêt directeurs ou d'un ajustement brutal sur un marché jouant un rôle stratégique, typiquement avec un effondrement du prix du pétrole et du gaz lié à des tensions géopolitiques ou à un changement de cap parmi les producteurs.

On doit également opérer un distinguo entre les chocs de court-terme et les inflexions plus fondamentales qui s'inscrivent dans la durée tout en suscitant des ondes de turbulences qui s'expriment dans la conjoncture présente. Dans le second cas, figurent les effets des changements technologiques majeurs qui rendent obsolètes les équipements productifs et inaugurent des phases de transition technologique sans que leur aboutissement, en termes de standards de consommation

ou de modèles productifs, soient connus *ex ante*. Citons également les transitions démographiques et donc les effets du vieillissement, l'accroissement des inégalités dans la répartition des revenus et la distribution des patrimoines, l'accentuation de l'urbanisation et le poids croissant des métropoles, sources de congestions multiples dans les infrastructures, la diminution marquée des gains de productivité, les changements organisationnels des entreprises recourant à l'externalisation de nombreuses tâches et à l'internationalisation des chaînes de production, les incertitudes quant aux effets sur le marché du travail et les modes d'ajustement macroéconomique d'une économie de l'immatériel et des services où l'industrie occupe une place secondaire, dans l'emploi comme dans le PIB, ou encore l'apparition de nouvelles puissances économiques, pensons aux nouveaux *big players* que sont la Chine, le Brésil, l'Inde et le Russie, venant bouleverser l'équilibre géopolitique ou la division internationale du travail.

Il importe aussi de distinguer les chocs intrinsèques ou idiosyncrasiques, c'est-à-dire spécifiques à tel ou tel pays, limités à tel ou tel segment d'activité ou à tel ou tel type de marché d'actif, et les chocs systémiques qui se diffusent très vite sur le plan macroéconomique et à l'échelle internationale. Synonyme d'un renforcement de l'ouverture internationale de chaque pays et d'une internationalisation accrue des entreprises, par l'intégration croissante des marchés et l'interdépendance des dynamiques macroéconomiques et financières, la mondialisation conduit à la globalisation des turbulences économiques, fussent-elle, au départ, de caractère idiosyncrasique.

S'interroger, en 2016, sur l'ampleur et la nature des turbulences pouvant toucher les pays, dès l'automne, puis en 2017, 2018..., exige donc de retenir tous les types de chocs précédemment évoqués : le retour progressif à la normale des politiques monétaires, l'ajustement des budgets sociaux et des régimes fiscaux face au vieillissement et aux inégalités insupportables qui se sont amplifiées depuis 20 ans, le cheminement vers un nouveau régime de croissance soutenable, tant sous l'angle de la préservation de la planète que s'agissant des seuils d'endettement des agents économiques, publics et privés. Mais une attention toute particulière doit être portée sur deux volets, intimement liés : le poids de l'intégration financière internationale et le basculement vers une économie mondiale multipolaire dans laquelle les émergents pèsent plus que les pays industriels, et où la Chine, plus que d'autres, présente des signes de faiblesse très inquiétants, ce qui laisse craindre de nouvelles turbulences, et même un nouveau choc systémique prenant naissance en Chine.

Car la globalisation financière a débouché sur un cycle financier global : la croissance du crédit présente une dynamique commune dans un grand nombre de pays, et celle-ci est adossée aux variations des leviers bancaires et à la dynamique des prix d'actifs financiers (obligations, actions), bien sûr conditionnellement au degré d'aversion au risque des banques internationales. Ce sont les flux bancaires internationaux et les réallocations de portefeuilles des investisseurs internationaux qui jouent un rôle déterminant dans ce cycle financier international et la diffusion des *booms* du crédit. Le processus est évidemment symétrique et conduit, en présence d'un *sudden stop*, d'un reflux, à des situations de crise ou de tensions très marquées apparaissant d'abord sur le marché des changes. Jusqu'à ces dernières années, telle était, surtout, la situation des émergents, soumis à la procyclicité internationale du crédit et de la finance, à une accentuation des phases de *boom* et de *bust* en réponse aux inflexions, avérées ou anticipées, qu'apportait la Fed à la politique monétaire américaine, couplées à celles impulsées par la BCE, la Banque d'Angleterre ou la Banque du Japon.

L'histoire des crises financière systémiques touchant les économies émergentes, la crise de la dette souveraine des années 1980, la crise mexicaine de 1994, la crise asiatique de 1997 et les rebonds en Russie et au Brésil en 2008, et plus près de nous les turbulences liées aux politiques monétaires non-conventionnelles menées aux Etats-Unis à compter du printemps 2013, et plus encore en 2015, avec d'énormes sorties de capitaux en réponse aux anticipations de remontée des taux directeurs américains..., tous ces exemples témoignent aisément de l'ampleur des *spill overs* prenant naissance dans les pays industriels.

Mais en 2016, les risques de contagion systémique d'un nouveau choc, que celui-ci soit de nature exogène ou endogène, qu'il se situe à court-terme et qu'il révèle des inflexions plus fondamentales s'inscrivant dans la durée, ne se situent pas dans les pays industriels mais parmi les pays émergents, et, au premier rang, en Chine.

Si la croissance chinoise s'est fortement ralentie, l'expansion du crédit domestique, encouragée par les autorités, est de l'ordre de 13 à 15 % par an, le double de la croissance réelle. Pour la BRI, un clignotant d'alerte s'allume lorsque le ratio crédit-PIB s'éloigne de 10 % de son trend. La Chine est à 28 %. Le taux d'endettement global, pour l'ensemble des agents économiques chinois, est de l'ordre de 225 % du PIB, sans compter le *shadow banking*. La dette des entreprises, 145% du PIB. Le FMI estime que près de 15 % des prêts chinois s'apparentent à des créances douteuses, soit environ 1.300 milliards de dollars. Et l'on a assisté à une chute des cours sur les marchés d'actions de l'ordre de 35 % depuis douze mois. Cette situation peut s'analyser en opposant deux scénarios.

Le premier scénario privilégie le fait que la Chine n'est pas un pays comme les autres. Les plus gros emprunteurs sont des entreprises contrôlées par l'Etat ou bien des Provinces. Les banques créditrices sont des banques d'Etat. En cas d'urgence, l'Etat chinois trouvera donc les moyens de les sauver, par injections de liquidité ou en les recapitalisant. Quant aux réserves de change, si elles ont fortement diminué, elles atteignent encore des niveaux très élevés avec près de 3.200 milliards de dollars (contre plus de 4.000 milliards en 2014) et elles permettent d'affronter sans difficultés la poursuite des sorties de capitaux et d'éventuelles tensions sur le marché des changes. Ce scénario rappelle étrangement les dénégations lénifiantes d'Alan Greenspan affirmant, avant la crise de 2008, que le système financier américain était le plus solide et le plus résilient qu'on ait pu concevoir !

Mais il y a un autre scénario dans lequel la situation de la Chine deviendrait insoutenable. Grâce aux énormes réserves de change accumulées depuis le début des années 2000, les autorités ne peuvent que gagner du temps car l'on assiste depuis 2014 à des sorties de capitaux de l'ordre de 100 à 150 milliards de dollars par mois. Les autorités chinoises n'accepteront pas durablement la chute de leur stock de réserves. Elles ne pourront pas jouer un rôle de prêteur en dernier ressort pour l'ensemble du système bancaire et il ne leur sera pas possible d'éviter un nouveau krach boursier ou obligataire. Et elles n'écarteront pas durablement la solution d'une dévaluation significative du renminbi.

Quels seraient les effets, pour l'économie mondiale, de très fortes turbulences financières en Chine, un défaut bancaire majeur géré avec retard, un nouveau krach boursier, une dévaluation massive du renminbi ? Quel que soit ce choc, on peut craindre le déclenchement d'une contagion systémique suscitant de nouvelles tensions sur les marchés obligataires mondiaux et une fragilisation accrue des bilans bancaires au plan mondial. Car l'ampleur des interdépendances entre l'économie chinoise et le reste du monde s'est considérablement approfondie depuis la crise. Par le jeu du commerce mondial et du prix des matières premières. Mais aussi par celui des contagions de prix d'actifs, surtout en Asie sur les marchés d'actions, comme on l'a vu début 2016 en présence de fortes liquidations de portefeuilles révélant une fuite vers la sécurité, notamment parmi les investisseurs chinois. Ce serait le point de départ de nouvelles turbulences systémiques *made in China*.