

Seules les paroles prononcées font foi.

Journée des banquiers 2022: «la dette mondiale»

Allocution de Marcel Rohner, Président de l'Association suisse des banquiers (ASB)
15 septembre 2022

La dette mondiale, tant privée que publique, atteint des sommets sans précédent. Selon les Perspectives de l'économie mondiale du FMI mises à jour le 15 décembre 2021, l'endettement mondial a établi fin 2020 un record absolu, à USD 228 billions.

Pour les banquiers, les gérants de fortune, les fournisseurs de crédit et les asset managers, c'est d'une importance capitale. Parviendra-t-on un jour à résorber ces dettes et comment? Dans quelle mesure les dettes des entreprises et des Etats constituent-elles un risque à long terme? En quoi ces évolutions influent-elles sur la politique commerciale des banques, sur l'octroi de crédit et sur les décisions en matière de gestion de fortune?

Commençons par revenir un peu en arrière, car il faut connaître les causes de la situation actuelle pour pouvoir se prononcer sur l'évolution à venir.

Parmi les plus grandes crises économiques du passé, beaucoup trouvèrent leur origine dans une crise de la dette. Nous avons tous en mémoire la crise financière des années 2007 à 2009, qui a entraîné une grave crise de l'économie réelle. Sur le marché immobilier américain, la dette a fait gonfler une bulle qui a fini par éclater, avec les conséquences désastreuses que l'on sait pour l'ensemble de l'économie mondiale.

On est toujours plus malin *a posteriori*, mais il y a quand même un certain nombre de choses que l'on aurait pu voir venir. L'économiste suédois Knut Wicksell et, après lui, Ludwig von Mises, une figure de l'école autrichienne, ont été les premiers à développer une théorie concluante des cycles conjoncturels il y a plus d'un siècle. Les *booms* et les *busts* sont générés par une expansion de la masse monétaire, qui comprime le loyer de l'argent en dessous du taux d'intérêt naturel. C'est exactement ce à quoi a abouti la politique monétaire expansionniste de la Réserve fédérale américaine (Fed), conjuguée à un effet de levier (*leverage*) de plus en plus important dans le système bancaire mondial. Il s'ensuit inévitablement une correction, jusqu'à ce que le loyer de l'argent et le taux d'intérêt naturel retrouvent leur équilibre. Les réflexions des économistes précités prennent parfois des accents prophétiques lorsqu'on analyse l'origine et l'issue de la crise financière.

Une conclusion s'imposait déjà pendant et après cette crise: de nombreuses banques avaient trop de crédits et d'obligations au bilan, sans que l'on trouve en face suffisamment de liquidités du côté des actifs et de fonds propres du côté des passifs. Il fallait remédier à cette situation. Le renforcement de la réglementation intervenu alors n'était pas critiquable et ne l'est toujours pas. Aujourd'hui, les banques sont fortement capitalisées et dotées en liquidités, ce qui rend le système financier résilient. Le dernier Rapport sur la stabilité financière publié par la Banque nationale suisse le confirme amplement.

• Swiss Banking

Si les analyses et les explications diffèrent quant à la cause de la Grande Dépression des années 1930 et aux mesures prises pour la combattre, il existe un large consensus sur le fait que la politique monétaire restrictive de la banque centrale américaine a inutilement aggravé la situation. Il ne fallait pas que cela se reproduise. Et c'est ainsi que face à la récente crise financière, la Fed, mais aussi les banques centrales du monde entier, ont mis suffisamment de liquidités à disposition pour stabiliser le système bancaire international. Ces mesures ont été extrêmement efficaces, car elles ont effectivement stabilisé le système à court et moyen terme et donné ainsi le temps aux marchés financiers de remettre l'offre et la demande en adéquation.

Ensuite, on aurait tout à fait pu normaliser rapidement la politique monétaire. Mais au contraire, c'est l'approvisionnement généreux en monnaie qui est devenu peu à peu la norme au cours des années suivantes. De nouvelles initiatives de politique monétaire n'ont cessé d'étendre les mesures de court terme en matière de liquidités. Dix ans à peine après que la grande crise de la dette immobilière a été surmontée, l'endettement mondial est encore plus élevé qu'auparavant – l'exact opposé de ce que l'on cherchait à faire en renforçant la réglementation des banques.

Que s'est-il passé, comment l'expliquer? Quelles en sont les conséquences?

Dans certains cas, les mesures de stabilisation prises par les gouvernements ont fortement grevé les finances publiques pendant la crise financière. En reprenant partiellement ou totalement des banques en difficulté et en finançant des *bad banks*, on a généré parfois des volumes importants de nouvelles dettes. Mais en parallèle, la crise financière a aussi engendré une profonde récession. De nombreux pays s'en sont trouvés fragilisés car dès lors, en raison de la charge de la dette, leur marge de manœuvre budgétaire était fortement restreinte.

Ensuite, c'est en pratiquant une politique monétaire non conventionnelle que la Fed, conformément à son mandat, a commencé à viser la croissance et le plein emploi. En théorie, la banque centrale américaine s'appuyait sur diverses hypothèses et différentes approches macroéconomiques néo-keynésiennes. Une première thèse consistait à dire qu'un excès mondial d'épargne – *the global savings glut* – entraîne une baisse continue du taux d'intérêt dit naturel. L'approche néo-keynésienne ajoute que les taux des banques centrales – *the policy rates* – doivent se situer substantiellement en deçà du taux naturel pour permettre de combler l'*output gap*. Pour que ce soit possible, certains théoriciens ont même préconisé d'abaisser largement les taux d'intérêt en territoire négatif, voire d'associer à cette mesure la suppression de l'argent physique.

En analysant de plus près ces hypothèses et ces théories, on ne tarde pas à se rendre compte qu'elles reposent sur des bases très fragiles. Selon moi, c'est une macroéconomie tellement politisée qu'elle a perdu sa rigueur scientifique. Ces théories ont accrédité l'idée présomptueuse que l'on pouvait piloter une économie en fonction du but recherché – d'où notamment le développement du *quantitative easing*, un instrument politique de banque centrale visant à abaisser l'ensemble de la courbe des taux par des achats massifs de titres, quelles qu'en soient les durées. Conséquence directe: nous avons assisté à une croissance sans précédent du bilan de la banque centrale, et donc de la base monétaire.

Au Japon, les «Abenomics», qui misent sur trois «flèches» dont la première est une politique monétaire expansionniste, ont engendré une croissance encore plus extrême du bilan de la banque centrale en vertu des mêmes théories.

En Europe, la récession a été suivie de près par la crise de la dette, déclenchée par la découverte que les comptes publics de la Grèce étaient nettement plus dégradés qu'annoncé. Et là encore, la banque centrale

• Swiss Banking

s'est empressée d'intervenir. Toute une série d'instruments et de mesures ont permis de faire en sorte que la BCE finance les aides et que les taux d'intérêt restent bas.

Dans ce monde d'expansion monétaire et cette Europe marquée par la crise de la dette, la Suisse, forte de son faible endettement et de sa stabilité, est devenue un havre sûr. Le franc suisse s'est dès lors considérablement apprécié, ce qui a mis notre propre banque centrale sous pression en la confrontant à des problématiques complexes. De notre point de vue, elle a réussi à relever ces défis, même si le prix à payer a été, inévitablement, une croissance de son bilan aussi forte que celle des autres banques centrales et des taux d'intérêt négatifs très douloureux pour les banques.

Une prise en charge parfois quasi-intégrale des nouvelles dettes publiques par les banques centrales, conjuguée à un abaissement continu des taux d'intérêt jusqu'en territoire négatif sur une période de quinze ans, générant une croissance jamais vue des dettes privées qui, ironie de l'histoire, est encore plus rapide qu'avant la crise financière: telles sont les conséquences directes de la politique monétaire extrêmement expansionniste que toutes les banques centrales des grandes puissances économiques ont pratiquée pendant une décennie.

Aujourd'hui, ce ne sont donc plus seulement les bilans des banques d'affaires qui financent les dettes mondiales, mais aussi ceux des banques centrales, et ce dans des proportions inconnues jusqu'alors. L'effet de levier de l'endettement dans le système financier mondial est passé au niveau supérieur. On peut presque dire que *the great moderation* a débouché sur *the great disintermediation*.

Lorsque la Fed a démarré le *quantitative easing*, il y a eu quelques observateurs pour prévenir contre le risque d'inflation et recommander dès lors d'investir dans des actifs réels et matériels. Mais pendant longtemps, ce fut le calme plat sur le front de l'inflation. Et l'on n'a pas hésité à écrire que l'inflation appartenait au passé, que les banques centrales pouvaient gérer les attentes à leur guise grâce à la *forward guidance* et que la mondialisation empêchait toute hausse des coûts du travail.

Pourtant, de nombreux experts n'ont cessé de répéter que certes, l'inflation mesurée selon la méthode conventionnelle n'augmentait pas, mais qu'il y avait bel et bien une inflation des prix des actifs. C'est une évidence, il suffit pour s'en convaincre d'examiner l'évolution des prix de l'immobilier (la première catégorie de placement au monde), des actions, des produits de luxe et d'autres biens rares ces dernières années.

S'agissant de l'évolution de l'inflation mesurée selon la méthode conventionnelle, sans doute s'est-on réjoui trop tôt. La mondialisation régresse en partie, la main d'œuvre bon marché diminue à l'échelon international, les tendances démographiques sont au vieillissement presque partout sur la planète. Nulle part on ne voit le moindre signe de déflation. Les chiffres mondiaux de l'inflation publiés ces derniers trimestres ne laissent rien présager de bon.

Comment le monde parviendra-t-il à sortir de cette situation et quelles sont les conclusions à en tirer pour nous, banquiers?

Eh bien, si l'inflation fait vraiment son retour, les débiteurs à travers le monde auront provisoirement de quoi se réjouir, surtout les gouvernements des pays dont l'endettement est deux voire trois fois supérieur aux célèbres critères de Maastricht. Avec un taux d'intérêt réel négatif de 3 à 4 %, leurs dettes seraient amorties au bout d'environ trente ans.

Mais cela ne fonctionnera que si leurs recettes et l'actif de leurs bilans suivent la même pente inflationniste. Et à long terme, on débouchera forcément sur une impasse. La spoliation de fait des épargnantes et des épargnants, la dépréciation de la prévoyance vieillesse, la paupérisation de larges pans de la

• Swiss Banking

population, tel sera le prix social à payer – et il est élevé. L'histoire nous a appris ce que cela signifiait concrètement.

Si toutefois les banques centrales décident de mener une politique rigoureuse de lutte contre l'inflation et si nous observons dès lors des hausses substantielles des taux d'intérêt, cela entraînera une grave crise de la dette, tant privée que publique, avec toutes les conséquences récessives que l'on sait.

Un tel scénario n'est pas exclu si les banques centrales se bornent à maintenir les taux d'intérêt courts à un bas niveau et cessent de gérer l'ensemble de la courbe des taux en procédant à des achats d'emprunts. Il faudrait alors s'attendre à ce que les primes d'inflation fassent grimper les taux d'intérêt à long terme, avec les mêmes conséquences pour les débiteurs.

Mais y a-t-il des alternatives? La croissance économique en serait une. Car la croissance permet de rembourser les dettes «proprement».

Peut-être les Etats-Unis parviendront-ils à sortir de l'endettement par la croissance, parce qu'ils sont une terre d'immigration qui a de l'espace et du potentiel et qu'ils se trouvent dans la situation enviable de disposer de la monnaie de réserve mondiale.

S'agissant de l'Europe, je suis moins optimiste. Je ne vois à l'œuvre ni les forces sociales ni la volonté politique capables de créer les conditions d'une croissance durable qui compenserait les tendances démographiques et permettrait de réduire la dette.

La Suisse est fortement dépendante des évolutions et des événements qui se produisent en Europe et aux Etats-Unis. Néanmoins, il nous reste encore une grande marge de manœuvre pour créer notre cadre économique. Une politique économique dynamique et propice à la croissance est impérative, indispensable, si nous voulons résoudre les problèmes à venir, préserver notre prospérité et financer nos dépenses. A cela, il n'y a pas d'alternative.

Pour les banques, la plus grande prudence s'impose en matière d'octroi de crédit, de gestion des bilans ainsi que de conseil aux particuliers fortunés et à la clientèle institutionnelle. Pourquoi une telle prudence? Parce qu'une période d'inflation durable, avec des taux d'intérêt réels négatifs, réduit progressivement la valeur des espèces, et aussi parce qu'une forte hausse des taux accroît les risques de crédit de manière substantielle.

C'est là que les bons vieux principes prennent toute leur importance. De la substance, des flux de trésorerie durables, c'est la base en matière d'octroi de crédit et c'est essentiel. Les risques des emprunts sont évalués précisément sur cette base.

La préservation réelle de la valeur des actifs deviendra un objectif de rendement plus modeste, mais prioritaire, en matière de gestion de fortune. Pour les placements en actions également, il faut de la substance et des flux de trésorerie durables. En outre, diversifier les portefeuilles de placement en y intégrant des parts substantielles d'actifs réels est un autre moyen d'en préserver durablement la valeur. Ce qui importe, c'est le long terme. Si les espèces ne peuvent plus servir de réserve de valeur en raison de l'inflation, la protection des actifs passera nécessairement par des fluctuations de valeur accrues. Le risque doit donc être envisagé de manière plus nuancée que comme des fluctuations à court terme.

Nous devons affronter de forts vents contraires ces prochaines années. Mais le pessimisme est tout sauf un moteur. La Terre ne s'arrêtera pas de tourner et de nouvelles opportunités se feront jour, surtout si la situation se complique et nécessite de l'expérience. En associant circonspection et esprit d'innovation, nous saurons les saisir.