



## CONCOURS D'ENTREE A L'ECOLE DE 2019

### CONCOURS EXTERNE

#### 2<sup>ème</sup> épreuve d'admissibilité

#### ECONOMIE

(durée : cinq heures – coefficient 4)

Une épreuve consistant en une composition d'économie.  
Un court dossier est mis à disposition des candidats

L'épreuve a pour objet de vérifier la capacité des candidats à utiliser l'analyse, les concepts et les outils économiques afin de formuler un diagnostic et de proposer des orientations argumentées et opérationnelles de politiques publiques.

Elle suppose, outre des connaissances en microéconomie et macroéconomie et la capacité de les mobiliser pour analyser des situations concrètes, une aptitude à décrire les enchaînements économiques et à faire le lien entre les outils de l'économiste et les problèmes économiques.

Le dossier, qui ne dépasse pas dix pages, est composé d'un ensemble de documents mis à la disposition des candidats pour nourrir leur réflexion. Son exploitation ne doit pas conduire le candidat à en rédiger une synthèse mais à en extraire les éléments utiles à la construction de son raisonnement économique. Le dossier ne se suffit pas à lui-même et l'épreuve suppose une bonne connaissance préalable des faits, concepts et mécanismes économiques.

### SUJET

#### Endettement et action publique



	<b>Documents joints</b>	<b>Pages</b>
<b>1.</b>	« Dettes, crédits, opacité... Les foyers de la déflagration sont connus », entretien avec Gaël Giraud, chef économiste de l'Agence française de développement (AFD) et directeur de recherche au CNRS, <a href="http://www.libération.fr">www.libération.fr</a> , 28 février 2018.	<b>1 à 3</b>
<b>2.</b>	« La montée des risques sur le marché de la dette des entreprises », OCDE, <a href="http://www.oecd.org">www.oecd.org</a> , 25 février 2019 (extraits).	<b>4</b>
<b>3.</b>	« USA : La Fed ne prévoit plus de hausse de taux en 2019 », Howard Schneider et Trevor Hunnicut, Reuters, 21 mars 2019 (extraits).	<b>5 et 6</b>
<b>4.</b>	« Il faut arrêter de diaboliser la dette publique », entretien avec Thomas Porcher, professeur à la <i>Paris School of Business</i> , auteur du <i>Traité d'économie hérétique</i> , <i>Le Temps</i> , 20 juin 2018 (extraits).	<b>7 et 8</b>
<b>5.</b>	« Pourquoi la croissance ne stimule-t-elle pas forcément les taux d'intérêt ? », Burkhard Varnholt, <i>Weekly Note</i> de Crédit Suisse, <a href="http://www.allnews.ch">www.allnews.ch</a> , 22 juin 2018 (extraits).	<b>9 et 10</b>

Liste des sigles :

CNRS : Centre national de la recherche scientifique.

FED : Réserve fédérale des États-Unis.

OCDE : Organisation de coopération et de développement économiques.



« **Dettes, crédits, opacité... Les foyers de la déflagration sont connus** »,  
entretien avec Gaël Giraud, chef économiste de l'Agence française de  
développement (AFD) et directeur de recherche au CNRS,  
[www.libération.fr](http://www.libération.fr), 28 février 2018.

Document n°1

*Gaël Giraud estime que la financiarisation de l'économie mondiale, dopée par l'endettement, éloigne toujours plus les marchés de l'économie réelle. De quoi interroger la solidité du récent retour de la croissance.*

### **Faut-il s'inquiéter des récents soubresauts des grandes places financières ?**

Nous sommes dans une situation pour le moins aussi explosive que celle de 2007, avec des Etats dont les finances publiques sont plus dégradées et un contexte macroéconomique plus fragile en dépit de l'apparente reprise économique. Les mesures de régulation bancaire et financière adoptées depuis la crise des *subprimes*\* sont très insuffisantes pour éviter une prochaine crise financière, y compris l'Union bancaire européenne.

### **Où sont les indices de cette crise qui menace ?**

En situation normale, l'indice microéconomique de l'économiste américain Robert Shiller, qui compare le cours d'une action avec les bénéfices distribués par l'entreprise correspondante, oscille entre 14 et 17, avec un rendement moyen des titres de 6 %. Il tourne aujourd'hui autour de 34 pour les 500 plus grandes entreprises américaines, témoin de la déconnexion profonde entre la réalité économique des entreprises et leur valorisation boursière. Le rendement des actions, 3 % environ, est identique à celui des titres sans risque de dette souveraine : un non-sens. La dernière fois que l'indice de Shiller avait dépassé un tel sommet, c'était en 2000, veille de l'implosion de la bulle internet. Ce décrochage se vérifie, à l'échelle macroéconomique, par le découplage entre les cours de Bourse et le PIB. Les indices boursiers ont dépassé depuis longtemps leurs sommets de 2007, alors que l'économie réelle occidentale, par exemple, n'a retrouvé que récemment le niveau de revenu moyen par habitant qui était le sien en 2007.

### **Peut-on parler de bulle ?**

Bien sûr. Tôt ou tard, l'écart entre les cours de Bourse et l'économie réelle finira par se résorber via une chute du prix des actifs financiers.

### **Comment l'implosion de la bulle peut-elle advenir ?**

Le mécanisme est simple et chaque fois identique : pendant la phase euphorique de gonflement de la bulle, les investisseurs s'endettent pour acheter des actifs financiers et bénéficier de la hausse des cours. Tôt ou tard ils devront rembourser leurs dettes. Or leurs revenus proviennent de l'économie réelle. S'il y a découplage entre celle-ci et la sphère financière, alors les spéculateurs sont condamnés à vendre leurs actifs financiers pour rembourser leurs dettes, faute de revenus « réels » suffisants. Un krach financier s'amorce au moment où une fraction suffisamment importante d'investisseurs, contrainte de vendre ses titres, provoque un retournement à la baisse des marchés. Les autres investisseurs n'ont alors d'autre choix que de vendre à leur tour pour minimiser leurs pertes. Résultat : les cours s'effondrent.

### **Avons-nous atteint les limites d'une économie mondiale qui croule sous des montagnes de dettes ?**

C'est vraisemblable. Raisonnons à partir d'un individu surendetté : dès que sa dette est supérieure au collatéral qui lui sert de garantie (par exemple une maison ou une voiture), il a intérêt à faire défaut sur sa dette car finalement la saisie de son collatéral lui fera économiser de l'argent. Au niveau global, la situation est comparable. La dette publique mondiale atteint environ 60 000 milliards de dollars, alors que le PIB mondial tourne autour de 70 000 milliards. Quant à la dette privée, elle dépasse

les 110 000 milliards de dollars (ce qui signale, au passage, qu'il est plus urgent de désendetter le privé que l'Etat). Le total des dettes est donc supérieur à 240 % du PIB. En face, le capital physique mondial qui tient lieu de garantie à cette montagne de dettes est de l'ordre de 200 000 milliards de dollars. Bien sûr, au niveau agrégé, les dettes ne sont pas dues à la même échéance pour tout le monde. Reste que, lorsqu'une dette globale frôle la valeur de son collatéral, nécessairement des difficultés de remboursement vont apparaître.

### **D'où peut venir le prochain maelström financier ?**

Personne ne peut dire quand ni d'où partira la première secousse, mais les foyers de la déflagration sont connus. Il y a la dette des étudiants américains (1 300 milliards de dollars, soit 1 065 milliards d'euros), un peu plus de la moitié du PIB français, et qui ne peut être remboursée que si les diplômés des campus nord-américains trouvent très vite des emplois bien rémunérés. Il y a aussi le crédit à la consommation de type *subprime* qui a ressuscité et que les banques américaines ont même recommencé à titriser. Il y a l'opacité des grandes banques publiques de Shanghai et la bulle immobilière de la côte Est de la Chine. L'accroissement de la dette privée chinoise est sans précédent dans l'histoire. Autant de bombes financières à retardement.

### **Ces dettes ne créent-elles pas de valeur ?**

Pas suffisamment. Aujourd'hui, le ratio dette privée sur PIB augmente partout dans le monde. Cela signifie que le surcroît de dette ne produit pas (assez) de valeur ajoutée. La dette sert de carburant à l'économie mondiale mais elle ne produit plus d'étincelle qui allume le moteur de la croissance (nonobstant la question écologique).

### **Quel a été le rôle des Banques centrales ?**

Dans la bulle actuelle, dont le gonflement débute en 2009, c'est l'argent des Banques centrales qui a alimenté la bulle financière. Les politiques monétaires d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing, QE*)\*, mises en œuvre dans le sillage de la crise de 2008, ont consisté en rachat par les Banques centrales des obligations d'Etat sur le marché secondaire, à coups de milliers de milliards. Depuis plus de huit ans, la Fed, aux Etats-Unis, injecte ainsi 1 000 milliards de dollars par an à un taux réel nul dans les banques, les fonds de pension et les compagnies d'assurances. Cet argent a été utilisé pour spéculer plutôt que pour investir dans l'économie réelle, en particulier dans la transition écologique. Les marchés d'actions se sont envolés. Le marché américain s'est apprécié de près de 35 % au cours des quatorze derniers mois.

### **Mais, en ce moment, les investisseurs nous disent qu'ils craignent une hausse de l'inflation via une hausse des salaires...**

Ce qui montre qu'on est dans un monde qui fonctionne à l'envers. Une hausse des salaires devrait rassurer les investisseurs car elle est bonne pour la consommation, donc pour les entreprises, donc pour leurs actions. Au lieu de cela, les investisseurs en déduisent que l'inflation pourrait revenir, ce qui, si les Banques centrales agissent conformément à leur mandat, conduirait à un tarissement du QE et à une remontée des taux. Or c'est le robinet des Banques centrales qui, en alimentant le secteur bancaire (lui-même surendetté) avec de l'argent gratuit, le maintient en vie. Coupez le robinet et vous plongez des pans entiers du secteur bancaire nord-atlantique vers la faillite, y compris certaines *Landesbanke*\* allemandes. D'où la panique, le 8 février, quand la Banque centrale d'Angleterre a annoncé qu'elle s'appêtait à remonter rapidement ses taux.

\*Notes du jury :

- *subprimes* : forme de crédit hypothécaire.

- *quantitative easing, QE* : le *Quantitative Easing* ou assouplissement qualitatif est une mesure de politique monétaire dite non conventionnelle mise en place par une banque centrale lorsque ses outils traditionnels se révèlent insuffisants pour contrer les effets de crise de grande ampleur (achat massif d'actifs financiers pour injecter dans l'économie des liquidités et relancer l'activité et l'inflation).

- *Landesbanke* : banques publiques allemandes.

### **C'est un système sans fin...**

Puisque la sphère financière grossit plus vite que l'économie réelle, l'unique salut des investisseurs pour éviter le krach, ce sont les Banques centrales. Il est vraisemblable qu'en cas de chute prolongée des cours boursiers, les grandes Banques centrales feront tourner de plus belle la planche à billets pour éviter le pire. Attitude paradoxale, mais difficile à éviter, de pompier pyromane... qui alimente une vaste pyramide de Ponzi où l'on ne peut plus rembourser ses dettes qu'en contractant de nouvelles dettes. Les Etats eux-mêmes ont intérêt au prolongement de cette situation absurde : si les banques ne sont plus certaines de revendre leurs titres de dette publique aux Banques centrales, elles redeviendront plus exigeantes avant de souscrire à une adjudication du Trésor. Le coût de la dette publique augmentera.

### **Qu'est-ce qui a changé au cours des cinquante dernières années pour en arriver à cette situation ?**

Pendant les Trente Glorieuses, la plupart des pays occidentaux, à l'exception des Etats-Unis, ont connu un endettement sain, parallèle à la création de valeur économique. Avec les débuts de la dérégulation financière des années 80, on assiste à la montée d'une dette « malsaine » : le ratio dette privée/PIB augmente dans tous les pays industrialisés. On vit depuis lors dans une économie à crédit, probablement du fait des contraintes géologiques liées à la raréfaction progressive de l'énergie et des ressources minières.

### **Où est la solution ?**

Les Banques centrales vont probablement continuer un QE minimal pour éviter la catastrophe, mais il faut réguler à nouveau les marchés financiers et les secteurs bancaire (y compris le monde bancaire de l'ombre, le *shadow banking*) et assurantiel de manière à empêcher les bénéficiaires de ces liquidités de les utiliser pour spéculer. Cela passe par la réécriture du cadre prudentiel de Bâle III et de Solvabilité II, ainsi que des normes comptables internationales. Il faut contraindre le secteur privé à se désendetter et à investir dans l'économie réelle. Fléchons l'argent des Banques centrales vers des « investissements verts » si nous voulons éviter l'autre catastrophe qui menace - beaucoup plus grave -, celle du climat et de la biodiversité. Enfin, il faut mettre fin à l'exigence pour les Etats de se financer sur des marchés financiers inefficients, et autoriser à nouveau leur financement par les Banques centrales. Ce circuit de financement public a permis la reconstruction de l'Europe de l'Ouest en une génération et c'est la solution que le Japon vient de remettre en selle à bas bruit.

### **Que diriez-vous à ceux qui expliquent en ce moment que la croissance revient et qu'on voit le bout du tunnel ?**

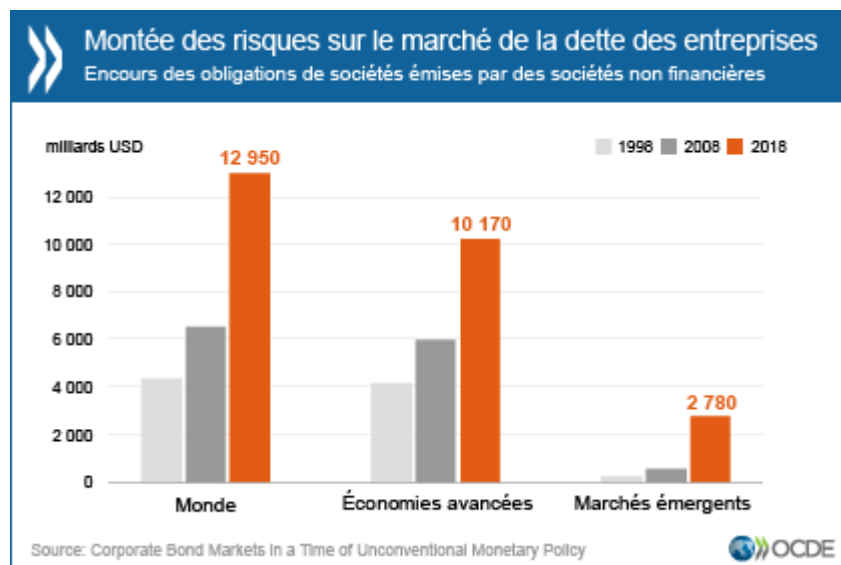
Si tout va si bien, pourquoi les Banques centrales ne mettent-elles pas fin immédiatement à leur politique de QE ? Pourquoi la plus ancienne banque du monde, *Monte dei Paschi di Siena*, a-t-elle fait faillite en dépit du QE ? Pourquoi les taux restent-ils aussi bas ? Pourquoi l'inflation ne redémarre-t-elle pas ? Une économie dopée par la dette et l'argent gratuit peut donner l'illusion pendant quelques années qu'elle va mieux. En réalité, la croissance durable pour tous est illusoire : le monde va manquer de pétrole dès la prochaine décennie et, tant que nous n'avons pas opéré la transition énergétique, le monde dépend de l'or noir de manière cruciale. C'est l'ensemble de notre modèle économique qu'il faut repenser.





L'encours mondial d'obligations émises par des sociétés non financières a atteint un niveau record proche de 13 000 milliards USD à la fin de 2018. Cela représente le double de leur encours en termes réels avant la crise financière de 2008, selon un nouveau papier de l'OCDE. [...]

Entre 2008 et 2018, les émissions mondiales d'obligations de sociétés ont représenté en moyenne 1 700 milliards USD par an, alors que leur niveau annuel moyen avait été de 864 milliards USD au cours des années précédant la crise.



Les sociétés des économies avancées, qui détenaient 79 % de l'encours mondial total de cette dette en 2018, ont vu leur volume d'emprunts obligataires augmenter de 70 %, passant de 5 970 milliards USD en 2008 à 10 170 milliards USD en 2018. Le marché des obligations de sociétés des économies de marché émergentes, dont le principal moteur est la croissance chinoise, a atteint un encours total de 2 780 milliards USD en 2018, supérieur de 395 % à son niveau dix ans auparavant. La Chine est passée d'un niveau d'émissions négligeable avant la crise de 2008 à un montant record de 590 milliards USD en 2016, qui la plaçait au deuxième rang mondial.

Les risques et facteurs de vulnérabilité qui caractérisent le marché de la dette des entreprises sont également très différents de ceux observés au cours du précédent cycle. La part des obligations de catégorie investissement de la qualité la plus faible s'établit à 54 %, ce qui représente un pic historique, et les droits des détenteurs d'obligations ont nettement diminué, ce qui pourrait amplifier les effets négatifs d'éventuelles tensions sur les marchés. Par ailleurs, en cas de choc financier similaire à celui de 2008, 500 milliards USD d'obligations de sociétés migreraient vers le marché des titres de catégorie spéculative en l'espace d'un an, représentant des cessions forcées que les investisseurs présents sur ce marché auraient du mal à absorber.

[...] En cas de fléchissement de l'activité économique, les sociétés lourdement endettées auraient des difficultés à assurer le service de leur dette, ce qui entraînerait une réduction de l'investissement et une augmentation des taux de défaillance, susceptible d'amplifier les effets du fléchissement de l'activité. [...] La dette obligataire brute des administrations publiques devrait également atteindre un nouveau record en 2019 [...]. Au cours des trois prochaines années, les sociétés non financières devront rembourser ou refinancer environ 4 000 milliards USD d'obligations de sociétés, ce qui représente un montant proche de celui du total de bilan de la Réserve fédérale des États-Unis.



[...] La Fed a franchi [...] un grand pas vers la fin du cycle de resserrement de sa politique monétaire engagé fin 2015 en laissant entendre qu'elle ne relèverait pas les taux cette année et en annonçant qu'elle arrêterait de réduire son bilan en septembre.

La banque centrale américaine, qui a réaffirmé son engagement à être "patiente", ne table désormais plus que sur une seule hausse de taux d'ici 2021 et n'évoque plus la nécessité de resserrer sa politique monétaire pour prévenir une accélération de l'inflation.

Elle a en outre précisé qu'elle allait ramener la diminution de ses avoirs en bons du Trésor à 15 milliards de dollars par mois à partir du mois de mai, contre 30 milliards mensuels actuellement. La réduction du bilan sera ensuite totalement interrompue à partir de septembre si la situation économique et monétaire évolue d'ici-là conformément aux prévisions.

Ces annonces signifient que la Fed met à l'arrêt les deux moteurs du resserrement de sa politique monétaire afin d'adapter cette dernière au ralentissement de la croissance mondiale et à la dégradation de certains indicateurs économiques aux Etats-Unis.

"Il pourrait s'écouler un certain temps avant que les perspectives en matière d'emploi et d'inflation plaident clairement en faveur d'un changement de politique", a dit son président, Jerome Powell, lors de la conférence de presse qui suit désormais chacune des réunions de politique monétaire.

[...]

L'objectif de taux des fonds fédéraux ("*fed funds*"), principal instrument de la politique monétaire américaine, reste fixé à 2,25%-2,50% et les nouvelles prévisions publiées par la Fed montrent que ses dirigeants ne prévoient plus aucune hausse de taux cette année et n'en prévoient qu'une seule en 2020.

### **Un discours plus accommodant qu'attendu**

La Fed n'évoque en outre plus la nécessité de faire monter les taux à un niveau "restrictif" pour prévenir une accélération de l'inflation, qui reste inférieure à son objectif de 2%.

Après ces annonces, les contrats à terme sur les "*fed funds*" ont commencé à intégrer une augmentation de la probabilité d'une baisse de taux l'an prochain. Jerome Powell a toutefois écarté cette possibilité en disant que l'économie américaine se portait bien et que les perspectives étaient "positives". Il a néanmoins évoqué la montée des risques, parmi lesquels les incertitudes sur le Brexit, le ralentissement économique en Europe et en Chine ou encore les discussions commerciales entre Washington et Pékin.

[...]

Le dollar et les rendements des *Treasuries*\* se sont orientés à la baisse après ces annonces : le billet vert est revenu à son plus bas niveau depuis début février face à un panier de devises de référence et le rendement des bons du Trésor à dix ans cédait plus de huit points de base, en fin de séance, à 2,5245%, au plus bas depuis janvier 2018.

A Wall Street, le recul marqué des valeurs bancaires, dont la rentabilité dépend en partie du niveau des taux, a pesé sur la tendance, l'indice Dow Jones et le Standard & Poor's 500 terminant dans le rouge.

"La Fed a dépassé les attentes du marché en matière de discours accommodant et le dollar en a payé le prix", explique Joe Manimbo, analyste senior de Western Union Business Solutions. "La Fed a opéré une volte-face importante en matière de politique monétaire. Le fait que la Fed jette l'éponge et renonce à toute hausse de taux en 2019 est particulièrement '*dovish*'.\*"

\*Notes du jury :

- *Treasuries* : bons du Trésor.

- *dovish* : période économique où on constate une baisse continue et importante des taux d'intérêt.

## Les prévisions économiques revues à la baisse

Les nouvelles prévisions économiques de la banque centrale intègrent la perspective d'un chômage légèrement plus élevé qu'estimé initialement, d'une inflation un peu plus faible et d'une croissance moins dynamique. La Fed a ainsi ramené sa prévision de croissance du produit intérieur brut (PIB) des Etats-Unis pour cette année de 2,3% à 2,1% et la prévision d'inflation à 1,8% contre 1,9%. Le taux de chômage, lui, est attendu à 3,7%, légèrement au-dessus du niveau attendu il y a trois mois. La Fed, qui a procédé à sept hausses de taux sur la période 2017-2018, se dirige vers un taux des "*fed funds*" de 2,6% en fin de cycle de resserrement, un niveau bien inférieur aux références historiques. "Pour l'instant, la Réserve fédérale évoque encore un biais vers un resserrement de sa politique puisqu'elle signale une hausse de taux en 2020. Mais avec la présidentielle en fin d'année et un président Trump enclin à profiter politiquement des défis qu'il lance à la Fed au sujet de la hausse des taux, nous doutons qu'elle ait lieu", commente James Knightley, chef économiste d'ING\*.

*\*Note du jury :*

**ING** : institution financière internationale de bancassurance d'origine néerlandaise.

*L'Eurogroupe, qui réunit les ministres des Finances des membres de l'Union européenne (UE), doit décider de la sortie de la Grèce de son troisième plan d'aide. Le commissaire européen Pierre Moscovici soutient cet agenda, tout en réclamant « des mesures d'allégement crédibles de la dette grecque qui soient suffisamment fortes ». Cela fait sauter au plafond l'économiste français Thomas Porcher, qui mène un combat acharné contre les politiques d'austérité et ce qu'il appelle la « pensée unique en économie ».*

[...]

### **Le Temps : La dette de la Grèce atteint 176% de son produit intérieur brut (PIB). N'est-il pas urgent de la réduire ?**

Thomas Porcher : Ce niveau de la dette est dû en partie à la politique d'austérité appliquée dans ce pays. Entre 2009 et 2015, la réduction de 20% de la dépense publique a entraîné une chute de 25% du PIB et la dette est passée de 126 à 177%. Contrairement à l'idée reçue, l'austérité crée de la dette.

### **Pour vous, le sauvetage de la Grèce par Bruxelles est donc un échec ?**

Le problème est plus général. En Europe, rien n'a été fait pour prendre la mesure de nos problèmes. La Grèce a été le premier avertissement : le gouvernement était prêt à négocier, mais il a été écrasé par Bruxelles. Puis il y a eu le Brexit et, récemment, les élections en Italie, où un ministre s'est montré ouvertement hostile à l'euro.

Ce n'est pas en renforçant le système bancaire qu'on va redresser l'Europe. Les vrais problèmes sont l'austérité, ainsi que la concurrence fiscale et sociale visant à prendre des parts à son voisin. La population n'y trouve pas son compte et, en réaction, place des populistes au pouvoir. Pour sauver l'Europe, il faut réorienter profondément les politiques européennes. Le mal est profond. Si rien n'est changé, cela sera très difficile dans les années à venir.

### **En France, la dette atteint presque 100% du PIB. Cela pèse sur les finances publiques...**

Au sujet de la dette, il y a un double discours. Quand il s'agit de baisser la fiscalité des plus riches, comme l'impôt sur la fortune, dont la suppression engendre en France une perte de 4 milliards de rentrées fiscales, alors elle n'est pas un problème. Par contre, quand il s'agit d'investir dans le secteur public et de recruter dans les hôpitaux, alors là on nous explique que l'Etat est endetté et que l'argent ne tombe pas du ciel.

Pourtant, dans l'histoire, nos pays ont usé et abusé de la dette ! Il faut arrêter de la diaboliser. Après la Deuxième Guerre mondiale, celle-ci représentait 200% du PIB et, pour la rembourser, Paris a notamment taxé les revenus les plus hauts. Avoir recours à l'inflation était aussi une option régulièrement appliquée. Des solutions taboues aujourd'hui, dans la mesure où personne n'a suffisamment de courage pour faire une autre politique. Et Emmanuel Macron est en train de brader les biens de l'Etat, alors que ceux-ci constituent un héritage pour les générations futures.

**Grâce à son mécanisme de frein à l'endettement, la Suisse a l'un des taux d'endettement public les plus bas du monde, à 30%. Qu'en pensez-vous ?**

Il faut bien différencier la dette publique et la privée. Souvent, lorsque la dette publique est faible, la dette privée est élevée. C'est le cas de la Suisse. L'endettement privé n'est pas anodin, car c'est lui qui a provoqué la crise des « *subprimes* » en 2009. Enfin, l'important n'est pas le niveau de dette mais sa soutenabilité. Avec un patrimoine public conséquent, un pays arrive bien à soutenir le financement de sa dette.

**Dans vos interventions publiques, vous êtes particulièrement virulent contre les paradis fiscaux, dont la Suisse a longtemps fait partie ?**

En France, on pense trop que la Suisse n'est qu'un paradis fiscal. Et pourtant elle a d'autres atouts, notamment sa politique industrielle très forte. Il faut rappeler que la production industrielle par habitant en Suisse est une des plus élevées au monde. Le vrai problème du chômage en France mais également de l'innovation, c'est que notre pays n'a plus de politique industrielle, remplacée par des réformes sur le marché du travail ou des baisses de fiscalité. [...]

**Vous citez John Maynard Keynes dans votre ouvrage. Pourquoi ?**

Je me situe dans sa lignée. Je milite pour une relance de l'économie par la demande, c'est-à-dire la consommation des ménages et l'investissement public, plutôt que par une politique de l'offre. Dans l'histoire, chaque crise économique a provoqué un changement de paradigme. Après la crise de 1929 s'est mis en place le New Deal. Après celle de 1970, le libéralisme s'est imposé. Mais après 2008, rien n'a changé et le système libéral s'est encore amplifié. [...]

Certains investisseurs s'inquiètent de l'accumulation croissante de dettes ainsi que de l'évolution des taux d'intérêt, laquelle diverge fortement des attentes de beaucoup. Il y a pourtant des raisons à ce phénomène. Peut-être l'économie mondiale est-elle simplement plus robuste qu'elle ne le semble ? Néanmoins, même une analyse rationnelle peut parfois mener dans la mauvaise voie. C'est pourquoi le dicton « *Prepare, don't predict* »\* est pertinent, notamment dans le cas du conflit commercial actuel. Il arrive même qu'une petite étincelle déclenche un grand incendie. [...]

C'est peut-être la question la plus fréquente que me posent les investisseurs : quand l'augmentation des dettes publiques et privées deviendra-t-elle un risque systémique ? Faut-il s'en inquiéter ? Pourquoi ne fait-elle pas grimper les taux à long terme ? Autant de bonnes interrogations. Il y a près de trente ans, lorsque je rédigeais ma thèse de doctorat sur les risques systémiques des marchés financiers, j'ai appris que la plupart des crises financières et des récessions étaient déclenchées par des crises du crédit et des réactions en chaîne. [...]

Sur son site Internet, le Fonds monétaire international montre lui aussi les niveaux d'endettement très variables à l'échelle mondiale. Voir *Graphique 2 : Topographie des dettes publiques*, (page suivante).

Or la dette publique n'est pas la seule à augmenter, la dette globale suit la même voie (Voir *graphique 3 : Dette globale en comparaison internationale, en % du PIB*), (page suivante). Souvent, les pays dont les pouvoirs publics sont fortement endettés, tels que l'Italie, affichent une dette privée relativement faible. À l'inverse, la Suisse, pourtant très riche, arrive en tête du classement mondial en matière d'endettement privé, ce qui prouve que les dettes ne sont pas forcément le symptôme d'une fragilité financière. Bien sûr, le phénomène helvétique relève d'une volonté politique : en effet, celui qui ne grève pas ses biens immobiliers d'hypothèques est pénalisé sur le plan fiscal. [...]

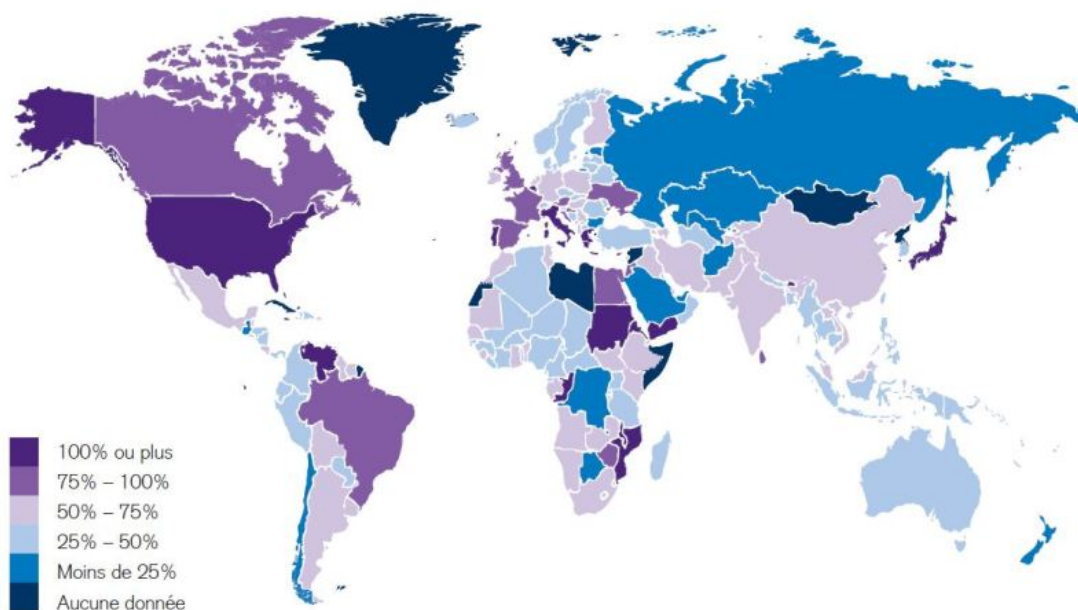
Mais pourquoi l'offre croissante d'emprunts souverains n'induit-elle pas une hausse des taux à long terme ? Il est pourtant prévisible que la vague des obligations d'État va encore grossir. En effet, aux déficits publics s'ajouteront la réduction annoncée des bilans des banques centrales et les déficits des institutions étatiques de prévoyance. « Quand donc les marchés vont-ils réagir à cette situation par une élévation des taux à long terme ? » me demandent des investisseurs presque quotidiennement. Comme déjà évoqué, la question est justifiée.

Cela peut sembler paradoxal, mais pour dire les choses prosaïquement, [...] un élargissement de l'offre d'emprunts est négligeable jusqu'à ce qu'il ne le soit plus. En effet, tant que les investisseurs s'attendent à ce qu'un État assure le service de sa dette, les marchés obligataires ignorent souvent les analyses de l'offre et de la demande. Jusqu'ici, l'augmentation des dettes des entreprises n'a pas non plus provoqué de hausse des taux d'intérêt. Ironiquement, la stabilité financière du secteur privé est encore meilleure aujourd'hui qu'il y a dix ans en dépit d'un endettement supérieur. Cette observation est souvent déformée par la focalisation unilatérale sur le gonflement des dettes en valeur absolue. [...]

\* Note du jury :

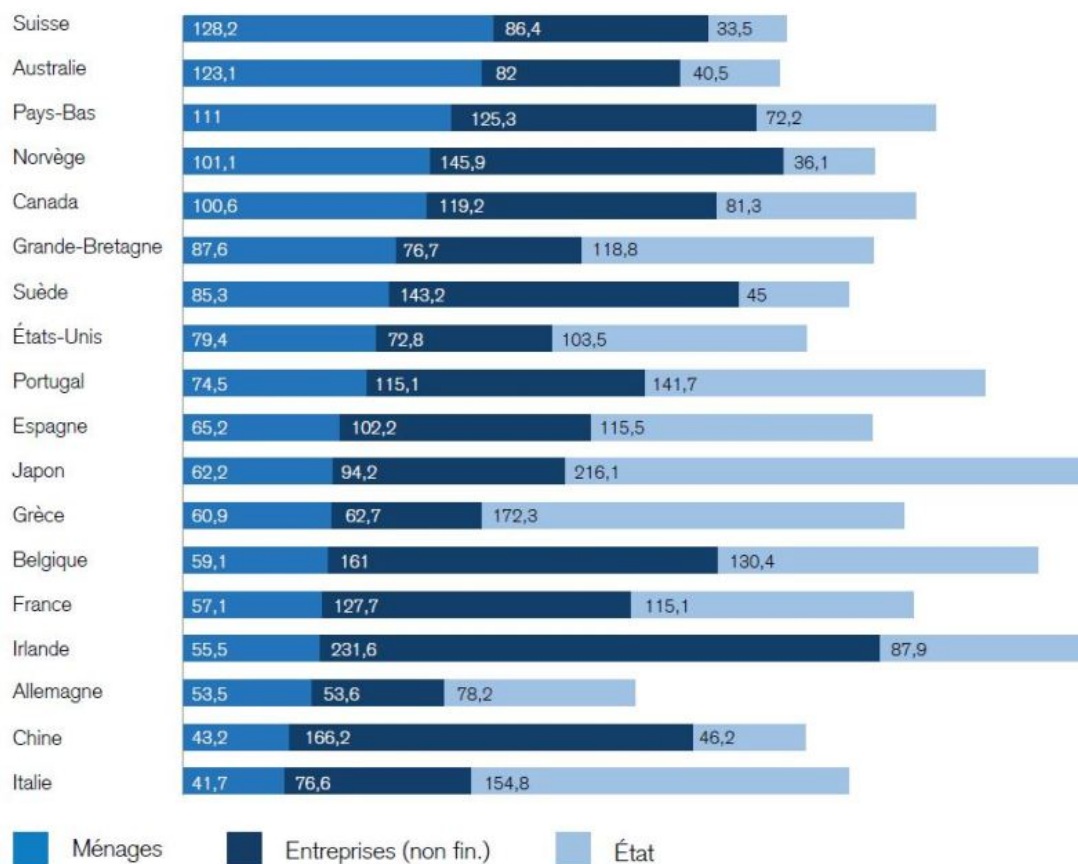
- *Prepare, don't predict* : ne pas prédire, (se) préparer.

**Graphique 2: Topographie des dettes publiques (en % du PIB)**



Source: Fonds monétaire international

**Graphique 3: Dette globale en comparaison internationale (en % du PIB)**



Source: Banque des règlements internationaux



