

MÉGAMENACES

NOURIEL ROUBINI



MÉGAMENACES

Dix dangers qui mettent en péril notre avenir,
et comment leur survivre

*Traduit de l'anglais (États-Unis)
par Bernard SIGAUD*

BUCHET • CHASTEL

Titre original :
Megathreats

Éditeur original :
© Little, Brown and Company
New York, Boston, Londres
© 2022, Nouriel Roubini

Et pour la traduction française :
© Buchet/Chastel, Libella, Paris, 2023

ISBN : 978-2-283-03757-7

*À mes parents, Djali et Rachel,
et mes frères et sœur, Niki, Davide et Sabrina*

Prologue

Chaque jour, nous sommes confrontés à toutes sortes de risques. Certains sont relativement mineurs. Nous pouvons nous tromper et continuer comme avant. Si j'investis 100 dollars dans une action ordinaire, je peux me permettre de perdre une partie de cet argent, voire la somme tout entière. Mais si des risques sont susceptibles de causer des dommages sérieux et durables, nous les qualifions de menaces. L'achat d'un bungalow au bord d'une falaise surplombant l'océan élève les enjeux au niveau de la menace. Le changement climatique, les tempêtes et l'érosion au pied de la falaise mettent en péril un investissement bien plus important – et peut-être ma vie si je suis assez stupide pour regarder sans rien faire la falaise s'éroder jusqu'aux fondations de ma maison.

Des décisions personnelles nous donnent au moins un mot à dire sur notre propre destin. Les choix deviennent plus complexes lorsqu'ils impliquent des risques collectifs et sociétaux, qui sont du domaine des responsables politiques. Un pays doit-il entrer en guerre ? Un gouvernement devrait-il renflouer une industrie ? Les décideurs et responsables politiques devraient-ils imposer des taxes carbone élevées pour ralentir le changement climatique mondial ? Les citoyens individuels ne peuvent apporter qu'une contribution très limitée à de telles décisions, alors même que des conséquences d'une ampleur considérable peuvent s'abattre sur chacun d'entre nous. Ne cherchez pas plus loin que la crise financière mondiale de 2008 ou la réponse maladroite à une pandémie – comme dans le cas du Covid-19 – pour voir comment des politiques défectueuses vident les comptes en banque et mettent en péril les moyens de subsistance de millions de personnes.

Les réponses collectives sont beaucoup plus difficiles que les réponses individuelles. Il peut être difficile ne serait-ce que de formuler une décision lorsque les responsables politiques – les « décideurs » – ne sont pas d'accord et se disputent, à l'intérieur d'un pays ou au niveau international.

En tant qu'économiste, j'observe le risque et ses conséquences. En 2006, j'ai vu des prix stratosphériques pour les maisons, des niveaux d'endettement dangereux liés aux hypothèques, et la surconstruction. Les maisons neuves ne trouvaient plus d'acheteurs. J'ai donné l'alerte – j'ai dit qu'une bulle historique allait bientôt éclater et précipiter une récession et une crise financière mondiale. Dire cela en public ne m'a pas valu beaucoup d'amis. Des critiques moqueurs m'ont appelé « Dr Doom » – le prophète du malheur, le Cassandre de la macroéconomie. Ils ont réfuté mes appels urgents à la prudence. Lorsque les événements se sont déroulés comme je l'avais prévu, culminant avec la crise financière mondiale, les prix des logements se sont effondrés d'un bout à l'autre des États-Unis (et dans d'autres pays affectés par une bulle du logement), avec des répercussions mondiales pour les institutions et établissements financiers et les économies.

Les risques et les menaces sont tapis partout. Or certains évoluent lentement, et certains sont bien plus dangereux que d'autres. Certains parmi les plus dangereux sont aussi les plus lents, ce qui rend l'élaboration d'une réponse collective particulièrement difficile. Dans le présent ouvrage, je me propose d'attirer l'attention sur les plus grandes menaces auxquelles nous sommes confrontés sur cette planète, qu'elles soient lentes ou non, qu'elles nous frappent très bientôt ou un peu plus tard. Je les qualifie de « mégamenaces », ce que je définis comme des problèmes graves, susceptibles de causer des dommages majeurs et une grande détresse, et qu'on ne peut résoudre rapidement ou facilement.

Je n'utilise pas le terme de *mégamenace* pour désigner spécifiquement les conflits armés, même si les guerres sont effectivement la cause d'immenses souffrances, comme l'a démontré la récente et brutale invasion de l'Ukraine par la Russie. Des guerres se produisent depuis que s'écrit l'Histoire,

voire depuis plus longtemps ; certaines sont locales, d'autres mondiales ; certaines se déroulent rapidement, d'autres perdurent pendant des années. Mais la guerre n'est pas un défi nouveau et éviter les guerres ne relève pas de ma compétence, même si je vais également envisager les mégamenaces géopolitiques susceptibles de conduire à des guerres entre grandes puissances et d'avoir un impact sévère aux niveaux humain, économique et financier. Au lieu de quoi les mégamenaces qui me préoccupent sont, en gros, des défis économiques, financiers, politiques, géopolitiques, commerciaux, technologiques, sanitaires et climatiques. Certaines, comme les menaces géopolitiques, peuvent mener à des guerres froides qui peuvent évoluer en guerres « chaudes » finalement destructrices. J'ai écrit ce livre parce que je crois que nous sommes confrontés à dix d'entre elles – tellement démesurées et urgentes qu'il nous faut envisager l'avenir avec une vision claire et faire notre possible pour les empêcher de nous anéantir.

Les souvenirs s'estompent, surtout quand il s'agit de l'inconfort économique. Hormis une poignée d'interruptions depuis la Seconde Guerre mondiale, le monde a connu, avec le renforcement de la paix, une longue période d'augmentation de la richesse, de la prospérité et de la productivité. Nous jouissons d'une stabilité relative depuis soixante-quinze ans. Les récessions, à quelques exceptions près, ont été brèves. Des innovations ont amélioré la qualité de la vie. Il n'y a pas eu de guerre ouverte entre grandes puissances. Dans la plupart des pays, chaque génération a pu élever son niveau de vie par rapport à celui des parents et des grands-parents.

Malheureusement, cette longue période de prospérité relative ne pourra vraisemblablement pas durer beaucoup plus longtemps. Nous sommes confrontés à un changement de régime, passant d'une période de relative stabilité à une ère de grave instabilité, de conflits et de chaos. Nous sommes confrontés à des mégamenaces comme nous n'en avons jamais connu auparavant – et elles sont interconnectées.

Nous chancelons à présent au bord d'un précipice, et le sol tremble sous nos pieds. Pourtant, la plupart d'entre nous imaginent encore que l'avenir ressemblera au passé. C'est une

énorme erreur. Les nouveaux signaux de danger sont clairs et impératifs. Les risques économiques, financiers, technologiques, commerciaux, politiques, géopolitiques, sanitaires et environnementaux se sont transformés en une entité beaucoup plus vaste. Bienvenue dans l'ère des mégamenaces : elles vont modifier le monde que nous pensions connaître.

Il va nous falloir apprendre à vivre en état d'alerte maximale. Les certitudes économiques et géopolitiques que nous tenions autrefois pour acquises – depuis la sécurité de l'emploi jusqu'à une planète durable et en bonne santé où la plupart des maladies infectieuses ont été vaincues, en passant par la paix entre grandes puissances rivales – sont en train de disparaître. Les décennies de l'après-guerre – croissance économique et prospérité sans cesse en hausse –, brièvement interrompues par la stagflation et des récessions de courte durée, risquent sérieusement de céder la place à des crises économiques sans précédent depuis la Grande Dépression. Ces crises seront aggravées par le changement climatique, l'effondrement démographique, les politiques nationalistes qui brident le commerce international et limitent l'immigration, la concurrence mondiale entre la Chine (et ses alliés révisionnistes tels que la Russie, l'Iran et la Corée du Nord) et les États-Unis et leurs alliés, et une révolution technologique qui supprimera ou transformera plus d'emplois que toutes celles qui l'ont précédée – et en moins de temps.

Le présent ouvrage explore les dix mégamenaces clés qui pèsent sur nous. Les rassembler en un seul endroit révèle comment elles se chevauchent et se renforcent mutuellement. Il y a des liens entre l'accumulation des dettes et le piège de l'endettement, l'argent facile et les crises financières, l'intelligence artificielle (IA) et l'automatisation sur le lieu de travail, la démondialisation, les affrontements géopolitiques entre grandes puissances, l'inflation et la stagflation, les effondrements de devises, l'inégalité des revenus et le populisme, les pandémies mondiales et le changement climatique. Chacune de ces menaces entrave notre capacité à affronter les autres. Une seule menace, c'est déjà affligeant. Dix mégamenaces qui agissent en même temps, c'est bien pire.

Après avoir examiné chaque menace dans son propre chapitre, j'envisagerai nos perspectives collectives de leur survivre. Alerte au *spoiler* : faute d'une chance extraordinaire et d'une croissance économique quasiment sans précédent, tout cela finira mal. Nous sommes bien trop profondément engagés.

Nous sommes les auteurs de notre propre destin. Nombre des mégamenaces décrites ici sont nées d'initiatives qui ont passé à un moment pour des solutions à des problèmes particuliers : par exemple, une déréglementation financière peu judicieuse et des politiques macroéconomiques non conventionnelles, une industrialisation à forte émission de carbone, la délocalisation de la production et des emplois manufacturiers associés, le développement de l'intelligence artificielle, et l'émancipation de la Chine jusqu'au stade où elle peut nous faire concurrence au niveau mondial.

Pour lutter contre les menaces évoquées ici, il nous faut mettre au rancart nos précieux *a priori*. Nous ne pouvons pas présumer que l'automatisation de certains postes de travail produira de nouveaux emplois mieux rémunérés ailleurs, comme souvent par le passé. Nous ne pouvons pas présumer que l'abaissement des taux d'imposition, la libéralisation des échanges commerciaux et la réduction des réglementations déchaîneront une énergie économique dont tout le monde profitera. Il se peut que notre survie même dépende de la subordination des libertés individuelles au bien commun national et mondial. L'incapacité à restaurer une croissance durable et polyvalente pourrait nous replonger dans l'âge des ténèbres tribales, lorsque des intérêts concurrents suscitaient des conflits nationaux et internationaux sans fin, ce qui ne profiterait à personne.

Alors que le présent ouvrage offre une vision à moyen terme des mégamenaces qui mettent en péril notre avenir pendant les deux prochaines décennies, lesdites menaces commençaient déjà clairement à se manifester en 2022 : le retour des risques de stagflation dans les économies avancées alors que le taux d'inflation montait fortement et que le risque de récession augmentait ; la fragilité financière et le risque de défaut de paiement en matière de dettes, obligations et

fonds souverains et chez des acteurs du secteur privé endettés tandis que les banques centrales relevaient les taux d'intérêt pour combattre l'inflation ; la tendance baissière du marché sur les places boursières du monde entier et l'effondrement de nombreuses bulles d'actifs, y compris dans le secteur des cryptomonnaies, alors que l'ère de l'argent facile commençait à se faire oublier ; la mention et la pratique persistantes d'une démondialisation et d'une fragmentation de l'économie mondiale ; l'invasion de l'Ukraine par la Russie et le risque que ce conflit s'étende géographiquement et sur des modes peu conventionnels ; les roulements de tambour verbaux évoquant une nouvelle guerre froide entre les États-Unis (et ses alliés occidentaux) et la Chine (et ses alliés objectifs, la Russie, l'Iran et la Corée du Nord), et la tension croissante entre les États-Unis et la Chine à propos de Taïwan ; les sécheresses et vagues de chaleur massive, en Inde, au Pakistan, en Afrique subsaharienne et dans l'ouest des États-Unis avec le renforcement du changement climatique mondial ; le ralentissement de la croissance en Chine et le risque d'un atterrissage brutal, vu sa malencontreuse politique de tolérance zéro pour le Covid ; une pandémie mondiale qui n'était pas encore jugulée dans de nombreux pays pauvres et risquait de muter encore avec des variantes inédites ; le risque d'insécurité énergétique, de malnutrition et même de famine, vu la montée en flèche des prix de la nourriture, de l'énergie et d'autres produits de base. Bref, des signes annonciateurs d'un futur et de mégamenaces bien pires et bien plus dangereux dans la décennie à venir. Et, de fait, au printemps 2022, Kristalina Georgieva – directrice de l'ô combien vigilant Fonds monétaire international – et deux de ses collègues déclaraient déjà, non sans inquiétude, que l'économie mondiale était à la veille « de ce qui est peut-être sa plus grande mise à l'épreuve depuis la Seconde Guerre mondiale », et que « nous sommes confrontés à une *confluence potentielle de calamités*¹ ».

J'aimerais mieux tenir un discours optimiste sur nos perspectives d'avenir et annoncer que les actions repartiront à la hausse, que les bénéfiques, les revenus et le nombre des emplois augmenteront, que les États s'épanouiront dans l'expansion

mondiale de la paix et de la démocratie, qu'une croissance durable et polyvalente émergera, et que des accords à l'échelle internationale fixeront des règles équitables et universellement acceptées. Je voudrais bien prédire tout cela. Mais c'est impossible. Le changement arrive, que nous le voulions ou non. Les mégamenaces auxquelles nous sommes confrontés vont reconfigurer notre monde. Si vous voulez survivre, ne vous laissez surtout pas surprendre.

PREMIÈRE PARTIE

**ENDETTEMENT, DÉMOGRAPHIE
ET POLITIQUES DANGEREUSES**

1

La mère de toutes les crises de l'endettement

Quatre décennies durant, j'ai vécu des crises de l'endettement ; je les ai étudiées et j'ai essayé de les résoudre, à la fois en tant qu'universitaire et, à des moments charnières, à titre de décideur politique au sein du gouvernement des États-Unis. Certaines crises ont été confinées à une seule région. D'autres ont déferlé sur le globe. Certaines ont laissé peu de traces. D'autres ont dévasté des secteurs économiques entiers et bouleversé la vie de millions de personnes. Nul ne devrait prétendre avoir toutes les réponses à un problème aussi complexe que la gestion de la politique économique, mais j'ai déjà appris une chose : l'expérience est un bon professeur, mais nous sommes de mauvais élèves. Nous continuons à faire les mêmes erreurs tenaces. Maintes et maintes fois, l'enthousiasme et les politiques de l'argent facile ont gonflé les bulles ; maintes et maintes fois, celles-ci ont éclaté. Bip-Bip, l'oiseau facétieux du dessin animé *The Road Runner*, pouvait flairer de la dynamite sous un emballage cadeau. Pourquoi ne le pouvons-nous pas ? Que ce soit la faute de l'emballage ou de la nature humaine, la pire crise de l'endettement que je connaîtrai dans mon existence est devant nous, à croire que nous avons oublié toutes celles qui l'ont précédée.

Un pays en particulier devrait tenir compte des leçons du passé – l'Argentine. En 2020, le gouvernement argentin n'a pu s'acquitter de sa dette pour la quatrième fois depuis 1980 et la neuvième fois de son histoire. En août 1920, le ministre des Finances a annoncé un accord avec des créanciers à bout de patience. Ils ont reporté les échéances de la dette et réduit les paiements d'intérêts à la dernière minute – quelques heures seulement avant que la troisième plus

grande économie d'Amérique du Sud ne s'apprête à mettre fin aux négociations.

L'espoir est éternel dans les pays qui tentent d'éviter une catastrophe financière. « Puisseons-nous ne plus jamais entrer dans ce labyrinthe [de l'endettement] », avait déclaré à l'époque le président argentin Alberto Fernandez. En promettant que la dette argentine diminuerait de moitié au cours de la décennie à venir, le président soulignait que le gouvernement ferait le nécessaire pour maintenir la viabilité d'une économie aux abois. Il a remercié les gouverneurs régionaux et les députés du Congrès qui étaient à ses côtés ; il a remercié le pape François et les dirigeants du Mexique, de l'Allemagne, de la France, de l'Espagne et de l'Italie. Comme on pouvait le lire dans le *Financial Times*, il déclarait : « Rien de tout cela n'a été facile, mais s'il y a une chose que les Argentins savent faire, c'est nous relever quand nous tombons¹. »

C'était le genre de déclaration courageuse « du fond des tripes » que les dirigeants politiques adorent faire face à l'adversité. Mais l'Argentine – comme le monde, d'ailleurs – est loin d'avoir surmonté la crise actuelle. Le pays continue de souffrir d'une dette publique d'environ 300 milliards de dollars, soit presque l'équivalent de la totalité de sa production économique en 2020. De plus, l'inflation a ravagé le pays pendant et après la crise du Covid-19, et on s'attend pour 2022 à un taux d'inflation frôlant les 50 %.

De plus en plus, le monde entier ressemble à l'Argentine. La dette publique due par les gouvernements, en sus de la dette privée due par les entreprises, les établissements financiers et les ménages, était devenue incontrôlable *avant* qu'arrive à échéance la facture gigantesque de la réponse au Covid-19. Aux États-Unis, le programme de soutien et d'indemnisation relatif au Covid-19, à hauteur de 1 900 milliards de dollars, adopté en 2019, plus deux gigantesques mesures de relance adoptées pendant la présidence de Donald Trump ont ajouté 4 500 milliards de dollars à la dette publique depuis 2019. Ce qui « représenterait la mesure la plus audacieuse de l'histoire américaine en matière de politique de stabilisation macroéconomique », avertissait l'ancien secrétaire au Trésor

Lawrence Summers au début de 2021 dans une tribune du *Washington Post* où il exprimait à juste titre ses inquiétudes : un stimulus aussi important était excessif, mettrait l'économie en surchauffe et causerait une inflation élevée². C'est alors que le gouvernement Biden a rapidement prévu de 3 000 à 4 000 milliards de dollars supplémentaires de dépenses sociales et d'infrastructure qui ne seraient que partiellement financées par une augmentation des impôts. Par bonheur, seule une portion d'une telle dépense supplémentaire à grande échelle a été adoptée.

Les réponses au Covid-19 ont pulvérisé toute velléité apparente d'une limitation de la dette, quels que soit le parti ou la coalition au pouvoir. L'Europe s'en sort à peine. « Ces dettes [européennes] atteignent des niveaux jamais vus depuis la Seconde Guerre mondiale », estimait le *New York Times* en février 2021³. Dans de nombreux pays européens, la dette augmente si vite qu'elle dépasse largement la taille des économies nationales. D'après les données de l'Institut de la finance internationale (IIF), la dette mondiale – privée et publique – représentait déjà fin 2021 bien plus que 350 % du PIB mondial. Elle croît rapidement depuis des décennies (elle représentait 220 % du PIB en 1999) et atteint actuellement des sommets après la crise du Covid-19⁴. Ce ratio n'a jamais connu ce niveau auparavant dans les économies avancées ou sur les marchés émergents. La dette américaine est dans la ligne de la moyenne mondiale. Le ratio actuel de la dette privée et publique des États-Unis par rapport au PIB est beaucoup plus élevé que lors du pic de la dette pendant la Grande Dépression, et plus du double de la valeur atteinte lorsque les États-Unis sont sortis de la Seconde Guerre mondiale et sont entrés dans une période de solide croissance.

Cette tendance accentuée a suscité un avertissement brutal de l'Institut de la finance internationale, qui observe la dette mondiale : « Si la dette mondiale continue de croître au rythme moyen calculé sur les quinze dernières années, une estimation rapide, du genre qu'on griffonne au dos d'une enveloppe, suggère que la dette mondiale pourrait déjà dépasser 360 000 milliards de dollars d'ici 2030, soit

plus de 85 000 milliards de dollars de plus que son niveau actuel⁵. » Ce qui porterait le ratio de la dette mondiale à plus de quatre fois la production mondiale, niveau qui étoufferait la croissance économique sous le coût massif du service – le remboursement – de la dette.

Un monde habitable et orienté vers le progrès exige une dette d'un niveau raisonnable que les pays peuvent rembourser sans étouffer la croissance. Un gouvernement présente un niveau d'endettement sain lorsqu'il peut laisser courir et s'accumuler la dette pendant les récessions (pour stimuler la croissance et mettre fin à la récession) et la rembourser lors des périodes de reprise. Un gouvernement présente un niveau d'endettement malsain lorsqu'il n'a aucune chance réaliste d'effectuer le remboursement. Lorsque cela se produit et qu'éclate une crise de l'endettement, des pays, des régions et même le monde entier risquent d'être confrontés à des récessions qui projettent les économies en marche arrière. Lorsque les factures de la dette arrivent à échéance, les gouvernements n'ont pas de bonnes options en main. Les remèdes énergiques disponibles – dévaluer la monnaie et supprimer le filet de sécurité sociale, par exemple – entraînent souvent toutes sortes de conséquences indésirables, notamment des krachs boursiers, le populisme autoritaire et même la vente discrète de plans de missiles et de technologies nucléaires aux États voyous les plus offrants⁶.

« La vitesse d'accumulation de la dette mondiale est sans précédent depuis 2016 », prévenait l'Institut de la finance internationale dans un rapport publié en novembre 2022 dans son *IIF Weekly Insight* et intitulé « Encore plus de dette, encore plus d'ennuis ». En d'autres termes, cette crise était déjà en cours. La pandémie n'a fait que l'accélérer⁷.

Bien que les ratios d'endettement soient plus élevés dans les économies avancées, les marchés émergents connaissent des difficultés bien plus rapidement. L'Argentine n'est même pas un pays très endetté dans l'ensemble, à l'aune des normes des marchés émergents. Sa dette privée ne représente qu'un tiers du PIB, ce qui est relativement sain. Mais, comme le montre son historique, la dette libellée en devises étrangères

a paralysé sa capacité à gérer et à rembourser les prêts internationaux. L'Argentine avait ancré son peso au dollar américain et, lorsque son économie a dégringolé en 2001 alors que l'économie américaine restait forte, sa monnaie s'est effondrée, ce qui a exercé une pression excessive sur sa capacité à rembourser ses emprunts en devises étrangères. Et une nouvelle crise de l'endettement se profile actuellement à l'horizon. Au même moment, dans les économies avancées, les niveaux d'endettement sont extraordinaires – déjà à 420 % et en augmentation ! Le tsunami qui s'annonce n'épargnera pas la Chine, où la croissance économique alimentée par le crédit a élevé une montagne de dettes himalayenne, environ 330 % du PIB.

Nous survivons certes aux bulles financières et aux bouleversements économiques depuis des décennies et des siècles. Comme je l'ai dit plus haut, j'ai été témoin de multiples crises de l'endettement au cours des quarante dernières années et, dans chaque cas, le pays ou la région a fini par se redresser. Mais les lecteurs qui supposent que les crises sont des phénomènes passagers – elles arrivent et puis s'en vont, en laissant, au pire, des cicatrices – se trompent cette fois. Nous sommes entrés dans un territoire nouveau. Alors que la croissance mondiale des revenus faiblit, les pays, les entreprises, les banques et les ménages doivent plus qu'ils ne peuvent rembourser dans la plupart des scénarios prévisibles. Une dette qui était gérable lorsque les taux d'intérêt étaient nuls ou négatifs deviendra non viable, vu que les banques centrales sont maintenant forcées de relever fortement leurs taux directeurs pour lutter contre l'inflation. Cette fois-ci, nous nous précipitons vers un point d'inflexion qui va changer la vie des prêteurs et des emprunteurs, qu'ils soient publics ou privés, prudents ou prodiges. La Mère de toutes les crises de l'endettement pourrait frapper quelque part dans la décennie actuelle ou dans la suivante.

Le dilemme actuel évoque du déjà-vu. Au printemps 2006, le secteur immobilier américain s'est emballé. Les maisons se vendaient comme des petits pains à tout emprunteur dont

l'haleine pouvait embuer un miroir. Peu importait si l'état de ses actifs ou de ses revenus le rendait inapte à payer l'hypothèque. Les maisons trouvaient des acheteurs parce qu'on espérait que la hausse des prix renflouerait les emprunteurs qui dépensaient plus qu'ils ne pouvaient se le permettre. Cela m'avait tout l'air d'une bulle, et je l'ai dit.

À Las Vegas, cette année-là, j'ai assisté à un congrès sur la titrisation des hypothèques. La bulle des prêts hypothécaires à risque – les *subprimes* – toxiques et irresponsables était évidente. Mes recherches personnelles indiquaient qu'une dette bon marché et des exigences laxistes en matière de crédit canalisait l'argent vers une bulle immobilière bien réelle. Ensuite, j'ai loué une voiture et je suis allé visiter la Vallée de la Mort, paysage lunaire en dessous du niveau de la mer où les chercheurs d'or mouraient par dizaines dans la chaleur torride de l'été en creusant pour extraire l'étréscillant métal précieux. En chemin, j'ai découvert une vallée de la mort artificielle qui a renforcé mon inquiétude au sujet de la dette.

En sortant de Las Vegas, la route traversait une toute nouvelle communauté. Des maisons flambant neuves et vides s'alignaient sur de vastes terrains. Il n'y avait là pas âme qui vive. On ne voyait pas de lumières. Pas de voitures. Pas de familles. La « communauté » était un cimetière au lieu de la ville que les promoteurs avaient dû imaginer. Cette bulle immobilière était le produit d'une cupidité effrénée : le même motif qui, dans le film classique d'Erich von Stroheim *Les Rapaces*, pousse deux protagonistes à s'entre-tuer dans ce désert de la Vallée de la Mort.

Malgré les indices manifestes d'une bulle immobilière qui mettrait en péril emprunteurs et prêteurs, les soi-disant experts ont réfuté mes craintes. J'ai martelé le même refrain quelques mois plus tard dans un discours d'ouverture adressé à des économistes lors d'une table ronde organisée par le Fonds monétaire international (FMI).

Des hausses du coût du pétrole et un certain fléchissement des prix de l'immobilier étaient visibles, mais pas encore très spectaculaires. Je n'en ai pas moins averti mon auditoire qu'une gigantesque crise financière était tapie de

l'autre côté d'une bulle immobilière. Cela se terminerait par des défauts de paiement des prêts hypothécaires et anéantirait les prêteurs et les investisseurs qui avaient afflué vers des titres regroupant des prêts hypothécaires à risque. Alors que la plupart des experts s'appuyaient sur d'excellents classements d'obligations fournis par des agences de notation embourbées dans des conflits d'intérêts, je prédisais des pertes de centaines de milliards de dollars pour les fonds spéculatifs, les banques d'investissement, les banques commerciales, les établissements financiers vitaux et les propriétaires ébahis de maisons individuelles.

Je suis descendu du podium sous des applaudissements tièdes. L'animateur de la table ronde a dit à haute voix : « Je crois que nous allons avoir besoin d'un bon remontant. » Ce qui a fait rire un auditoire sceptique. L'intervenant suivant a noté que mes prédictions ne recouraient pas à des modèles mathématiques. Il a rejeté mon analyse comme de simples intuitions d'un éternel pessimiste.

En février 2007, j'ai à nouveau souligné mon inquiétude au cours d'une table ronde sur les perspectives internationales lors du Forum économique mondial annuel de Davos. Le déni régnait encore. Le président de la Réserve fédérale américaine, Ben Bernanke, avait déclaré qu'une rectification de l'immobilier s'imposait, mais il avait exclu tout effet d'entraînement désastreux. Il ne prévoyait aucune crise financière, et encore moins de menace structurelle sur le système bancaire. J'ai exprimé respectueusement mon désaccord et averti l'auditoire que nous devrions nous préparer à un parcours cahoteux et à une crise financière pas seulement américaine, mais mondiale. Pour autant que je puisse m'en rendre compte, je n'ai pas fait beaucoup de convertis. Au lieu de quoi j'ai donné aux détracteurs encore plus de munitions pour m'appeler Dr Doom, surnom qui ignore ma foi sincère dans le capitalisme progressiste et inclusif lorsque prévalent le bon jugement, de bonnes politiques et de bons principes moraux.

L'accueil réservé à mes propos a confirmé que même les éminents experts de Davos ne voient peut-être pas les problèmes avant qu'il ne soit trop tard. C'est un travers classique

de la pensée humaine : la plupart d'entre nous ne veulent jamais envisager le pire. Nous sommes optimistes de nature. Personnellement, je trouve que l'air du temps à Davos chaque année est un indicateur à contresens du futur. Si tous les spécialistes dans la mouvance de Davos croient qu'il va se passer quelque chose – en bien ou en mal, c'est selon –, il est très vraisemblable qu'ils se trompent.

La pensée de groupe consensuelle – le *groupthink* – règne souvent parmi les élites mondiales. Le même événement m'a fourni une autre occasion d'exprimer mon point de vue contraire. Ma deuxième présentation à Davos sondait le futur de l'Union monétaire européenne avec un œil sur les risques à venir. Mes collègues de la table ronde Jean-Claude Trichet, qui dirigeait alors la Banque centrale européenne, et le ministre italien des Finances Giulio Tremonti avaient exprimé leur confiance dans une union monétaire saine et durable. Mon évaluation a été beaucoup moins optimiste. J'ai souligné le danger extrême d'un endettement excessif et d'une perte de compétitivité de certains membres de l'UE qui pourraient faire éclater la zone euro.

Si une faible croissance avec d'importants déficits commerciaux budgétaires persistait, l'Italie, la Grèce, l'Espagne et le Portugal seraient déjà confrontés à une crise de l'endettement paralysante d'ici la fin de la décennie. Mes propos irritaient manifestement le ministre des Finances italien. Initialement présenté comme quelqu'un qui partagerait la perspective américaine, j'ai rappelé à l'auditoire que j'étais né en Turquie et que j'avais grandi à Milan, en Italie. J'étais donc en train d'informer le ministre des Finances de l'Italie que mon pays d'adoption était en grand danger d'effondrement financier – ce n'était qu'une question de temps. Avant même que je termine, il n'a pu se retenir. « Roubini, a-t-il crié, retournez en Turquie ! » La presse et les médias commentèrent cet éclat comme il se doit : « Tremonti pique sa crise. »

Trois ans plus tard, la Grèce était en faillite, et les autres PIIGS – pour *Portugal Ireland Italy Greece Spain* – traversaient une grave crise financière. Et il a fallu encore deux ans avant que la Grèce adopte des restrictions sévères en matière de

déficit. Elle a alors restructuré et réduit sa dette publique tout en bénéficiant d'un plan de sauvetage de 200 milliards d'euros de la part de la « Troïka » : la Commission européenne, la Banque centrale européenne (BCE) et le FMI.

La Grèce a survécu de justesse à cette crise-là, mais ce n'était qu'un prélude. L'Italie avait dix fois plus de dette publique, ce qui la rendait trop grosse pour faire faillite (TBTF – *Too Big To Fail*) et trop grosse pour être sauvée. Il se pourrait que la zone euro survive sans la Grèce. Mais la perte de l'Italie, troisième économie d'Europe, mettrait fin aux rêves des planificateurs de la zone euro.

Plus tôt, en 2007-2008, la grande crise financière avait éclaté aux États-Unis, impulsée cette fois par une dette de consommation démesurée. Les propriétaires de maisons n'ont pu rembourser leurs prêts, les banques ont tremblé et ont échoué dans leur mission, les marchés boursiers se sont effondrés, les actifs se sont évaporés, les prêteurs ont renâclé, les entreprises ont fermé et les emplois ont disparu. Les responsables des banques centrales se sont rapprochés des responsables du Trésor et des dirigeants du secteur bancaire pour arrêter le massacre.

Personne n'aime voir une catastrophe de grande ampleur et la douleur qu'elle cause. C'est sans plaisir que j'ai accueilli la confirmation de mes funestes prédictions. L'économiste qui m'avait invité au FMI a dit qu'en 2006 j'avais passé pour un fou. Quand je suis revenu pour prendre la parole deux ans plus tard, alors que les prix des maisons étaient en chute libre d'un bout à l'autre des États-Unis et que les fournisseurs de prêts hypothécaires étaient en péril, j'ai été salué comme un prophète.

Après tant de bouleversements et une telle levée de doigts accusateurs, vous auriez cru que nous nous serions assagis. Mais la dette est trop séduisante.

Les pays, les entreprises et les ménages empruntent tous, soit pour investir, soit pour consommer. L'investissement dans de nouveaux capitaux publics et privés finance des projets à long terme. En utilisant la dette publique, les États investissent

dans les ports, les routes, les ponts et d'autres infrastructures. Dans le secteur privé, les entreprises investissent dans des machines, des logiciels et des ordinateurs pour produire davantage de biens et de services. Les ménages empruntent pour investir dans le logement ou dans les frais d'inscription pour les études de leurs enfants. Emprunter pour investir relève du bon sens tant que le retour sur l'investissement est supérieur au coût de son financement. En revanche, quand on emprunte pour consommer, on recourt à l'endettement pour éponger des factures à répétition ou des déficits que le résultat d'exploitation devrait couvrir.

L'expérience enseigne aux emprunteurs publics et privés prudents une règle d'or : emprunter pour investir, pas pour consommer. En principe, emprunter pour consommer est plus risqué qu'emprunter pour investir. Lorsque les prêts couvrent de manière persistante des salaires stagnants, des déficits budgétaires, des achats discrétionnaires ou des dépenses de vacances, les emprunteurs s'engagent sur une route difficile et glissante qui peut les mener à la faillite.

Mais le surendettement pour payer des actifs surévalués impose également un risque plus élevé. Rien ne produit des bulles d'actifs mousseuses plus vite qu'un endettement à bas prix qui inonde le marché. Si, par exemple, un emprunteur pressé investit des milliards dans un réseau à fibre optique à un moment où les prix montent en flèche, les responsables pourraient se convaincre qu'ils investissent dans l'avenir. Toutefois, à moins que des revenus prévisibles ne puissent assurer le service de la dette, pareils investissements peuvent nuire aux entreprises ou même les contraindre à la cessation d'activité. Comme beaucoup l'ont appris après l'apparition de la fibre optique, investir dans des actifs surévalués avec un effet de levier excessif et de l'argent bon marché conduit à des booms puis à des bulles d'actifs, suivis de près par des éclatements et des krachs.

Le schéma ci-dessus – *boom-bang-crash* – a été bien documenté depuis la publication en 1841 d'*Illusions extraordinairesment populaires et folie collective*. Dans ce livre, l'Écossais Charles Mackay étudiait la tendance des humains à la folie

furieuse quand ils recherchent un profit rapide, et ce depuis l'engouement maniaque pour les bulbes de tulipes aussi chers que des maisons dans la Hollande du XVII^e siècle.

L'endettement et les crises financières ne sévissent pas seulement dans les économies émergentes, qui sont fragiles. L'histoire financière des dernières décennies est elle aussi jonchée de crises économiques et financières dans les économies avancées. Lorsque le manque de jugement submerge les investisseurs, la dette agit comme un stéroïde.

Au départ, nous avons toujours de nobles intentions. Lorsque l'administration Nixon a dissocié le dollar américain du prix de l'or en 1971, permettant alors au dollar de flotter en tant que monnaie fondée sur la demande du marché, elle a facilité le financement de déficits budgétaires et commerciaux plus importants qu'alimentait la guerre du Vietnam. L'étalon-or avait été conçu après la Seconde Guerre mondiale afin de sauvegarder la stabilité monétaire à l'échelle du globe. La décision de Nixon a produit des avantages à court terme, mais aussi des risques à plus long terme. Les cinq décennies suivantes ont vu des vicissitudes paralysantes dans les économies avancées (sans parler des marchés émergents) : une stagflation dans les années 1970 ; un effondrement de l'immobilier aux États-Unis conduisant à une crise de l'épargne et des prêts bancaires dans les années 1980 ; une crise bancaire en Scandinavie dans les années 1990 ; une crise monétaire du mécanisme européen des taux de change en 1992 ; une grande stagnation et déflation au Japon à partir des années 1990 après l'effondrement de sa bulle immobilière ; l'effondrement de Long-Term Capital Management (LTCM) malgré les deux prix Nobel à sa tête en 1998 ; le boom d'Internet, la crise subséquente et les faillites d'entreprises au début des années 2000 ; le boom et l'effondrement du logement et du crédit qui ont conduit à la crise financière mondiale à partir de 2007 ; la crise de la zone euro au début des années 2010 ; et, bien sûr, la crise du Covid-19 en 2020. Chacun de ces cycles a entraîné encore plus d'endettement public et privé.

J'ai été exposé pour la première fois à une perturbation de la dette au niveau mondial quand je travaillais pour le Fonds monétaire international – mon premier stage d'été à Washington – tout en faisant mon doctorat à Harvard. Un endettement excessif étouffait les pays d'Amérique latine qui avaient investi d'énormes sommes pour moderniser les infrastructures et augmenter les dépenses publiques pendant un boom pétrolier. À New York et à Londres, la comédie musicale de Broadway *Evita*, biographie très romancée de la veuve du dictateur argentin Juan Peron, jouait à guichets fermés. Dans le monde réel, une fois de plus, l'Argentine allait jouer un rôle de premier plan dans une crise de l'endettement. La crise de la dette latino-américaine a éclaté en 1982, mais ses germes se trouvaient déjà dans les emprunts excessifs des gouvernements de la région dans les années 1970.

Dans cette décennie-là, le prix du pétrole est monté en flèche à la suite de deux chocs pétroliers d'origine géopolitique en 1973 et 1979. En outre, les experts n'envisageaient aucune fin pour la hausse de la demande mondiale en pétrole. Comme les devises latino-américaines basées sur les matières premières semblaient risquées pour les investisseurs étrangers, les pays riches en pétrole (et même certains pays d'Amérique latine modestes exportateurs d'énergie) ont accumulé une dette souveraine massive pour financer la forte augmentation des dépenses et investissements publics... en empruntant dans la devise la plus sûre du monde, le dollar américain. Une obligation ou un prêt remboursé en pesos peut perdre de la valeur du jour au lendemain par rapport à un indice de référence à cause d'une dépréciation ou de l'inflation. Un dollar aujourd'hui, en revanche, vaut un dollar demain. Lorsque le pétrole a atteint des prix élevés, tout le monde en a profité. Jusqu'en 1980, les revenus pétroliers abondants dépassaient le coût croissant de la dette lié à un indice de référence flottant. Dans un climat convivial, créanciers et emprunteurs avaient le beurre et l'argent du beurre.

Or, en 1980, les taux d'intérêt ont atteint des valeurs à deux chiffres prohibitives, stratégie que Paul Volcker, alors président de la Réserve fédérale, avait déployée pour lutter

contre une inflation entraînée par la flambée des prix du pétrole. L'envolée des remboursements de la dette sur les prêts étrangers a commencé à dépasser les recettes de l'exportation. L'obligation d'assurer le service de la dette extérieure en dollars a épuisé les réserves en dollars de ces marchés émergents. Comme ils avaient un besoin urgent d'un surcroît de devises américaines pour tenir en respect les créanciers étrangers, l'Argentine, le Mexique, le Brésil et d'autres producteurs de pétrole en Amérique latine se sont précipités pour trouver des solutions, entre autres plus d'endettement et plus d'emprunts.

Lorsque le prix du pétrole s'est effondré en 1982 – alors que les États-Unis subissaient une profonde récession –, la partie s'est terminée. Les économies pétrolières ont stagné, les déficits ont augmenté dans les pays de l'OPEP et des endettements asphyxiants se sont envenimés. Dans le monde entier, mais surtout en Amérique latine, les départements du Trésor se sont efforcés de trouver des dollars pour faire face au paiement des intérêts. Les taux d'intérêt en dollars ont grimpé en flèche. Quand les montants principaux sont arrivés à échéance, les pays sans liquidités ou sans accès à des capitaux frais se sont trouvés à court d'options. Les cessations de paiement se sont multipliées. Les prêteurs ont subi d'énormes pertes. Les marchés mondiaux de la dette ont vacillé. Le Fonds monétaire international, institution créée pour résoudre les crises, est intervenu avec des prêts de dépannage. Cette crise de l'endettement fait certes pâle figure à côté de la grande récession de 2008 et de la mégamenace à laquelle nous sommes actuellement confrontés, mais elle a été extrêmement dommageable en Amérique latine.

La croissance a stagné dans toute cette région pendant une décennie dans les années 1980, la « décennie perdue » pour la croissance en Amérique latine. L'hyperinflation – quand l'inflation grimpe avec des taux à deux chiffres chaque mois – a ravagé l'Argentine. Une stabilité relative n'est pas revenue avant les années 1990, lorsque les créanciers ont échangé des prêts bancaires contre de nouvelles obligations avec des montants nominaux inférieurs ou des paiements d'intérêts inférieurs.

Par à-coups, les pays d'Amérique latine ont fait la paix avec les prêteurs. Puis, après une courte pause et une crise monétaire au Mexique en 1994-1995, l'Asie de l'Est a connu en 1997-1998 une nouvelle forme inédite de la crise de l'endettement. Quatre économies asiatiques auparavant saines et prospères étaient en train de couler, le ventre en l'air. La plupart des analystes ont été surpris parce que les crises typiques des marchés émergents se conformaient au moule latino-américain : une augmentation de la dette extérieure publique suivie d'un effondrement de la demande pour un produit de base crucial.

En Asie de l'Est, les déficits budgétaires et la dette publique étaient très modestes. La dette souveraine était correctement gérée. Ces pays semblaient bien faire les choses ! Ces économies se caractérisaient par une épargne élevée et la prudence des autorités fiscales. Surnommées les Tigres asiatiques, la Corée du Sud, la Malaisie, l'Indonésie et la Thaïlande étaient vantées comme des modèles en matière de transformation économique. Elles nourrissaient une configuration d'entreprises dynamiques à portée mondiale, mais il s'est avéré que lesdites entreprises alimentaient leur propre croissance avec des niveaux d'endettement massifs, souvent en devises étrangères. La dette privée peut être tout aussi destructrice, sinon plus, que la dette publique.

À l'époque, j'essayais de suivre à la fois les niveaux d'endettement public et privé. À l'université Yale, où j'étais membre du corps enseignant, j'ai créé un site Internet qui suivait les actualités et fournissait des analyses à des milliers d'universitaires, d'entreprises et d'investisseurs. Les gouvernements en Asie de l'Est n'étaient pas des emprunteurs prodiges, comme tout le monde pouvait le constater, mais les entreprises emprunteuses, les promoteurs immobiliers et les banques, poussés par des programmes gouvernementaux obsédés par la croissance, ont contraint des entreprises saines ou des sociétés immobilières à prendre des risques excessifs, parfois en absorbant des entreprises vacillantes menacées par l'échec.

Pour financer l'expansion, le secteur privé a fait appel à des prêteurs étrangers. Les emprunteurs des marchés émergents se sont retrouvés avec des actifs surévalués, principalement dans

l'immobilier et le secteur des entreprises. Ces actifs volatils produisaient des revenus en devises locales, mais nécessitaient en toutes circonstances un paiement en dollars et en yens japonais. L'asymétrie monétaire entre le dollar et le yen, d'une part, et (par exemple) le baht thaïlandais, de l'autre, condamnait ces investissements spéculatifs. Les retombées n'ont pas tardé à engloutir non seulement les Tigres asiatiques, mais aussi des banques et des investisseurs dans le monde entier.

Sous pression pour augmenter les revenus des exportations alors que leurs déficits commerciaux s'envolaient, les Tigres asiatiques ont été contraints de laisser se déprécier fortement leurs devises locales surévaluées, pratique qui fait baisser les prix à l'exportation pour les rendre plus compétitifs. Ce qui a déclenché une dégringolade : il fallait de plus en plus de devises locales pour payer les prêteurs en dollars et en yens. Le coût réel de la dette extérieure est monté en flèche bien au-delà des taux d'intérêt déclarés. Les emprunteurs ont fait faillite et ont entraîné les prêteurs avec eux. Les déficits du secteur privé ont débordé sur le secteur public lorsque les États ont vidé leurs caisses pour compenser les impôts perdus et renflouer banques et entreprises dans un contexte de déficits croissants.

Alors que je suivais la crise de l'Asie de l'Est en 1998, j'ai reçu un courriel de Janet Yellen, qui avait présidé le Council of Economic Advisers (CEA) de la Maison Blanche sous l'administration Clinton. Elle m'a invité à combler un poste vacant au sein de ce conseil.

J'ai apprécié cette occasion de contribuer à développer une politique visant à rétablir et à renforcer la stabilité économique mondiale. J'ai passé les deux ans et demi suivants à Washington, d'abord au CEA avec la présidente Janet Yellen, puis au département du Trésor. J'ai conseillé le sous-secrétaire au Trésor Tim Geithner et le secrétaire Larry Summers sur la gestion des crises financières successives enracinées dans une dette démesurée. Nous avons vu des crises ébranler la Russie, le Pakistan, le Brésil, l'Argentine, l'Équateur, la Turquie et l'Uruguay, et même les économies avancées, lorsque Long-Term Capital Management, le plus gros fonds spéculatif

américain, a fait faillite en 1998 après que l'économie russe a subi sa première récession de l'ère post-soviétique. J'ai beaucoup appris.

Une fois de plus, je me suis retrouvé à suivre les événements en Argentine. En 1991, l'Argentine avait déjà fixé son taux de change à un peso argentin pour un dollar américain. Les prêteurs ont apaisé leurs inquiétudes et ont rouvert les bureaux de prêt étrangers parce qu'ils étaient convaincus que le peso serait stable. L'Argentine n'a pas perdu de temps : elle a commencé à accumuler de la dette publique. Quand je travaillais à la Maison Blanche et au Trésor de 1998 à 2000, j'ai consacré de nombreuses heures à évaluer la situation de l'Argentine. Des débats épuisants ont porté sur l'opportunité d'un renflouement ou, sinon, de laisser l'Argentine faire faillite. Ne voyant pas d'autre solution, j'ai fait pression pour la dévaluation, le défaut de paiement et la restructuration – la voie finalement suivie par l'Argentine en 2001.

L'Argentine n'était pas la seule responsable de ses politiques économiques désastreuses. Les prêteurs ont été complices lorsqu'une série de chocs externes négatifs a frappé le pays. Les marchés émergents sont souvent en difficulté lorsque la Fed augmente rapidement les taux d'intérêt ou que le prix des matières premières exportées chute fortement, ou les deux à la fois. J'ai témoigné pendant une décennie devant des instances internationales pour aider l'Argentine à repousser les actions en justice agressives d'investisseurs vautours après le défaut de paiement de 2001.

Lorsqu'ils se mobilisent pour résoudre des problèmes, les décideurs gouvernementaux préparent souvent le terrain à de futures crises. Les économistes accusent l'« aléa moral », raccourci pour les renflouements économiques qui incitent emprunteurs et investisseurs à faire fi de toute prudence. Pourquoi se préoccuper du risque si quelqu'un d'autre assumera vos pertes ? Les décisions en matière de politique économique ont de nombreuses conséquences imprévues, notamment l'imbroglio des prêts hypothécaires à risque – les *subprimes* – qui est devenu la crise financière mondiale de 2008.

Pendant la crise de l'épargne et des prêts des années 1980, lorsque les prêts immobiliers spéculatifs ont coulé d'innombrables petits établissements financiers, les régulateurs ont formé la Resolution Trust Corporation, qui regroupait les actifs risqués à vendre à des investisseurs dotés d'un solide appétit suicidaire. Des acheteurs avertis qui escomptaient des rendements élevés sur des prêts réels à risque ont conclu des affaires à des prix de liquidation. Une industrie des *subprimes* a décollé. Les esprits créatifs de Wall Street ont commencé à transformer des vessies en lanternes. Avec la bénédiction hâtive d'agences de notation payées par les émetteurs de dettes, le risque a semblé disparaître. Ce modèle a préparé le terrain pour les acheteurs de maisons qui allaient se déchaîner dans la décennie suivante, poussés par des prêteurs peu respectueux des normes et dénués de scrupules.

Avance rapide jusqu'à aujourd'hui. La crise du Covid-19 a initialement conduit à la pire récession depuis la Seconde Guerre mondiale. La pandémie a ébranlé une économie mondiale déjà grevée d'énormes dettes privées et publiques. Dans les économies avancées, la réponse a consisté en un assouplissement non conventionnel dans les domaines monétaire, budgétaire et du crédit, fondé sur l'hypothèse qu'une injection de liquidités pourrait amener la plupart des ménages et des entreprises à surmonter une baisse de revenus ou un manque à gagner. En termes économiques formels, ces emprunteurs étaient illiquides, mais solvables.

Escomptant que la pandémie reculerait une fois que la vaccination pourrait commencer, les gouvernements ont injecté d'énormes sommes pour aider des entreprises illiquides à rester en activité. Il y a eu néanmoins des victimes. De nombreuses entreprises petites et grandes ont souffert. Dans la foulée, les dettes tant publiques que privées se sont accumulées. La solution exigeait encore plus d'augmentations de la dette privée et publique, facilitées par les banques centrales maniant la planche à billets (« assouplissement quantitatif » et « assouplissement du crédit »), et à une cadence encore plus rapide que lors de la crise de 2008.

Les pays en développement les plus pauvres n'étaient pas équipés pour se lancer dans une relance budgétaire et monétaire agressive. Débordés, les créanciers ont exercé un triage financier séparant les emprunteurs insolubles voués à l'échec des emprunteurs illiquides susceptibles de survivre avec une aide minimale. Ce dernier groupe avait besoin d'un soutien urgent pour rester en affaires. En l'absence de ressources pour fournir une assistance généralisée, les marchés émergents et les économies des pays en développement les plus pauvres ont souffert de « dépressions pandémiques » qui ont gelé l'activité économique formelle. Les prêteurs mondiaux ont ressenti la pression. En effet, 60 % des économies à faible revenu présentent encore d'importantes vulnérabilités en matière d'endettement. Et, selon les Nations Unies, jusqu'à soixante-dix économies pauvres en voie de développement pourraient être confrontées à une cessation de paiement dans les années à venir, compte tenu de la convergence des calamités qui les frappent actuellement⁸.

Certains gouvernements et agences internationales ont laissé les pays les plus pauvres suspendre le remboursement de leurs dettes. Les créanciers privés ont généralement repoussé les appels à réduire leurs exigences. Des propositions en concurrence ont accru la capacité du FMI et d'autres prêteurs multilatéraux officiels d'envergure mondiale à fournir des prêts bonifiés aux économies fragiles exposées à un risque élevé de crise de l'endettement. Les économies émergentes et en voie de développement vulnérables sont restées fragiles en 2021 et 2022, même après la reprise de la croissance économique mondiale après la grave récession induite par le Covid-19. Beaucoup de ces pays ne disposaient pas de systèmes de soins de santé développés et n'avaient pas accès à des vaccins bon marché. Comme ils manquaient de crédibilité sur les marchés financiers pour assouplir leur politique monétaire et budgétaire, leurs niveaux d'endettement élevés ont proliféré par rapport à leur PIB alors que leurs revenus chutaient.

En 2022, une flambée des prix de l'énergie, des matières premières et des denrées alimentaires a affecté les économies

émergentes et en voie de développement qui n'étaient pas exportatrices de matières premières. Le spectre des pénuries alimentaires, de la faim et même des famines planait au-dessus de dizaines de millions de pauvres dans ces économies fragiles. Le risque d'une cessation de paiement pure et simple a augmenté, d'abord au Tchad, en Éthiopie, au Sri Lanka, en Somalie et en Zambie. Comme le signalait le président de la Banque mondiale, David Malpass, en avril 2022 : « Les pays en développement sont confrontés à de multiples crises qui se chevauchent, notamment la pandémie, la hausse de l'inflation, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, d'importants déséquilibres macroéconomiques et des pénuries dans les domaines de l'énergie et de l'approvisionnement alimentaire. Elles provoquent des reculs massifs dans la réduction de la pauvreté, l'éducation publique, la santé et l'égalité des sexes⁹. »

Les économies avancées dotées de ressources abondantes ont laissé le risque se déchaîner. La sonnette d'alarme a retenti encore en 2021 lorsque des investisseurs autoproclamés se sont endettés pour acheter des actions de GameStop, un vendeur de jeux vidéo avec pignon sur rue miné par le téléchargement de jeux sur Internet. En utilisant l'effet de levier fourni par une officine de négociations d'actions en ligne, ils ont gonflé le prix des actions bien au-delà des niveaux que les bénéfices pourraient justifier. Leur motivation : battre les vendeurs à découvert dont la stratégie comptait sur la disparition de GameStop.

C'était un scénario de *boom-bang-crash* en miniature. Une bulle d'endettement a alimenté une bulle d'actifs non viable. Lorsque les actions GameStop et d'autres valeurs sont retombées sur terre, les petits investisseurs ont massivement souffert. De fait, de nombreuses actions en vogue plébiscitées par les réseaux sociaux (*meme stocks*) ont perdu plus de 70 % de leur valeur en 2022 par rapport à leur valorisation dans la bulle de 2021. Un cycle *boom-bang-crash* similaire a affecté en 2021-2022 les cryptomonnaies, autre classe d'actifs sans valeur intrinsèque et dont la bulle a été alimentée par la frénésie de la FOMO (*Fear Of Missing Out*) – la « peur de passer

à côté » qui animait les spéculateurs de détail. De nombreux experts ont rejeté ces épisodes comme de simples lapsus éphémères du jugement rationnel. Mais pouvons-nous ignorer le fait que le gouvernement des États-Unis venait d'envoyer des chèques à des millions d'adultes américains ? Est-ce ainsi que certains d'entre eux avaient dépensé cet argent ? Des millions de personnes qui faisaient du *day-trading* et plaçaient leurs modestes économies dans des *meme stocks* ou des actifs cryptographiques sans valeur fondamentale. Cela ne les a pas aidés et cela n'a pas aidé l'économie comme les décideurs l'auraient voulu. Leur argent s'est carrément volatilisé, laissant derrière lui des dettes et un sweat-shirt commémoratif à l'effigie du président de la Fed représenté sous la forme d'une figure christique auréolée de lumière dorée, comme l'a rapporté le *New York Times* : « Au lieu de la Bible, l'évangile qu'il tient déclare : *Récession annulée, Actions en hausse*¹⁰. »

Démocratiser la finance en facilitant l'accès et en abaissant le coût du crédit ouvre des vannes qui reçoivent rarement l'attention qu'elles méritent. Au début des années 2000, les consommateurs se sont précipités pour acheter des maisons avec des crédits bon marché. Des autopsies détaillées remplissent les 600 pages du *Financial Crisis Inquiry Report* et de bien d'autres comptes rendus. Désormais, grâce à des taux d'intérêt peu élevés et à des applications de trading qui ressemblent à des jeux vidéo, les investisseurs non avertis ont de nouvelles raisons et de nouveaux moyens d'emprunter. Ils vantent des actions déconnectées de la valeur fondamentale et des cryptomonnaies sans valeur intrinsèque. Et, à l'instar des hypothèques immobilières qui n'exigent qu'une simple signature, cette nouvelle invitation à la catastrophe attire les personnes à faible revenu, aux actifs rares, peu satisfaites de leur emploi et aux compétences limitées. Plus étrange encore est le fait que les politiciens d'extrême gauche et d'extrême droite se sont unis pour donner aux emprunteurs innocents encore plus de corde pour se pendre.

Comment la Mère de toutes les crises de l'endettement pourrait-elle se dérouler au cours de la prochaine décennie ?

Tout comme le monde a changé au cours du siècle dernier, le passé présente une fenêtre glaçante ouverte sur le futur.

Tandis que l'Europe peinait à rembourser les dettes contractées à la suite de la Première Guerre mondiale, la grippe espagnole de 1918 a tué plus de 100 millions de personnes et pilonné la production économique. Néanmoins, l'euphorie a suivi sous la forme des *Roaring Twenties* – les années folles américaines –, période de grande innovation économique, financière et technologique : les premiers téléviseurs, les postes de radio, les phonographes, les films parlants, les aspirateurs, les automobiles produites en grande série et la signalisation électrique. Un marché boursier en hausse a éclipsé les signes de bulles financières, de crédit excessif et d'accumulation de dettes. Comme nous le savons, cela s'est mal terminé. Des politiques peu judicieuses après le krach de 1929 ont conduit à la Grande Dépression des années 1930.

L'Histoire ne se répète peut-être pas, mais elle rime souvent. Il y a abondance de signes prémonitoires de nouvelles années folles. Des mesures massives de relance monétaire, budgétaire et du crédit alimentent des bulles d'actifs financiers sur les marchés mondiaux. L'économie réelle, qui produit des biens et des services, est partie pour prospérer pendant un certain temps, nourrie par la dette résultant de taux d'intérêt peu élevés, d'un crédit abondant et d'une relance économique démesurée de la part des gouvernements.

La fête continuera jusqu'à ce que la spéculation imprudente devienne non viable et se terminera par l'inévitable effondrement du sentiment haussier, phénomène appelé « moment Minsky », du nom de l'économiste Hyman Minsky. C'est ce qui se passe lorsque les observateurs du marché commencent brusquement à se réveiller et à s'inquiéter d'une exubérance irrationnelle. Une fois que leur sentiment change, un krach est inévitable – un boom d'actifs et de crédits crée une bulle qui éclate.

Les booms et les bulles précèdent toujours les explosions et les krachs, mais cette fois-ci l'ampleur du phénomène est sans précédent. Les économies avancées et les marchés émergents sont plus endettés que jamais. La croissance potentielle

est faible dans les économies avancées, et la reprise après la récession du Covid-19 a été cahoteuse et ralentira encore avec le temps. Les décideurs politiques ont exploité toutes les ressources des arsenaux monétaires et budgétaires. Il reste peu de poudre sèche. Le prochain acte de ce drame économique ne ressemblera pas aux précédents.

Personne ne peut prédire exactement ce qui déclenchera le prochain choc, même si le marché baissier de nombreuses bourses au premier semestre 2022 a signalé que la dernière bulle d'actifs touchait à sa fin. Les candidats ne manquent pas : une énorme bulle du marché qui éclate comme en 1929 ; une poussée d'inflation qui incitera les banques centrales à resserrer leur politique monétaire de manière draconienne, ce qui conduirait à une hausse non viable des taux d'intérêt ; des pandémies pires que le Covid-19, car les zoonoses se transmettant des animaux aux humains deviennent plus fréquentes et virulentes ; une crise de l'endettement des entreprises résultant d'un resserrement du crédit avec la hausse des taux d'intérêt ; une nouvelle bulle immobilière qui éclate en accablant propriétaires et prêteurs ; un choc géopolitique comme la guerre entre la Russie et l'Ukraine qui s'intensifie et s'aggrave, entraînant de nouvelles flambées des prix des matières premières et de nouvelles poussées d'inflation ; d'autres risques géopolitiques ; et le risque croissant d'une autre récession mondiale déclenchée par la convergence des risques ci-dessus. Ou alors nous pourrions assister à un retour au protectionnisme ou à un découplage entre les États-Unis et la Chine, vu que ces deux pays se dirigent vers une collision géopolitique. L'Italie pourrait finalement faire faillite et provoquer l'effondrement de la zone euro. Les populistes qui prendraient le pouvoir pourraient mal gérer leur économie avec des politiques nationalistes et une nouvelle accumulation de dettes non viables. Le changement climatique mondial pourrait atteindre le point de basculement où des régions de la Terre deviendront inhabitables.

Lorsqu'un ou plusieurs chocs déclencheront une grave récession et une crise financière, les réponses traditionnelles qui permettaient de les atténuer ne seront plus disponibles.

En l'absence de garde-fou, les faillites de ménages, d'entreprises, de banques et d'autres établissements financiers fortement endettés balaieront les économies des épargnants et autres actifs, ne laissant que des dettes. Les postulats sur la richesse s'effriteront. Notre statut sera régi par ce que nous devons, et non par ce que nous possédons.

Les gouvernements en difficulté seront d'autant moins en mesure d'assurer le remboursement des dettes que les taux d'intérêt augmenteront. Il incombera aux banques centrales de décider si elles autorisent les gouvernements à faire faillite ou, sinon, d'éponger les dettes avec une poussée de forte inflation – une forme de défaut de paiement de la dette. Il se peut que nous constatons cet impact d'abord dans la zone euro, où certains pays membres n'ont pas leurs propres banques centrales pour parer aux crises monétaires locales.

Les marchés émergents à monnaie faible affectés d'un endettement élevé seront confrontés à des conséquences écrasantes. Lorsque les exportations ne généreront pas suffisamment de revenus pour payer les créanciers étrangers, les monnaies locales s'affaibliront encore ou s'effondreront. Si cette chute libre provoque une flambée de l'inflation intérieure à mesure que les économies se contractent et que les monnaies se déprécient, nous pouvons nous attendre à un bourbier économique que la sommité des fonds spéculatifs Ray Dalio qualifie de « dépression inflationniste ». Au lieu d'exporter des biens ou des matières premières, les marchés émergents exporteront des citoyens qui espèrent une vie meilleure ailleurs.

Même la Chine est vulnérable à un enchaînement de défaillances mondiales. Au cours des dernières décennies, sa croissance rapide avait permis à son énorme dette publique et privée de rester viable. Or le récent ralentissement de la croissance et les excès de la dette privée – comme dans le secteur de l'immobilier accaparé par le surendettement et la surcapacité – ont déjà provoqué des tensions, certaines grandes sociétés immobilières étant au bord du défaut de paiement et de la faillite. Mais une grave récession mondiale réduirait les marchés d'exportation de la Chine et déclencherait un

protectionnisme contre les marchandises chinoises, précipitant une récession et une crise de l'endettement aussi problématiques que partout ailleurs.

Traversant les frontières, cette contagion se propagera de secteur en secteur. Les politiques monétaires et les mesures de relance budgétaire adoptées depuis la Grande Récession pourraient atténuer son expansion, mais nous sommes à court de munitions monétaires et budgétaires, et les institutions multinationales comme les pays fortement endettés reposent sur des fondations fragiles. Les petites entreprises et les particuliers devront redéfinir leurs priorités économiques pour rester viables. Les gouvernements réduiront les services vitaux. Nous sommes dans un trou profond et l'eau monte.

Cette crise de l'endettement est peut-être la pire que nous ayons jamais connue. Mais elle n'est qu'une des mégamenaces qui pèsent sur nous. Que se passe-t-il lorsqu'il s'y ajoutent de graves défaillances politiques et comportementales, tant publiques que privées ?

Échecs privés et publics

Les emprunteurs heureux sont tous pareils, aurait pu dire l'auteur d'*Anna Karénine*, Léon Tolstoï, mais chaque emprunteur malheureux est malheureux à sa manière. Les emprunteurs qui remboursent leurs dettes avancent. Les emprunteurs malheureux, en revanche, ne respectent pas leurs obligations pour des raisons aussi variées que les projets funestes qui se bloquent quand on doit encore de l'argent.

C'est vrai pour les particuliers comme pour les gouvernements. Lorsque les gouvernements vacillent à la limite du défaut de paiement, ils ont besoin d'un coup de main pour se stabiliser et reprendre pied. Cette assistance nécessite des institutions publiques internationales, tels le FMI et la Banque mondiale, suffisamment compatissantes et suffisamment solides pour absorber les conséquences économiques coûteuses de fautes techniques, de politiques bancales, d'erreurs de jugement et de la malchance. La richesse totale dans le monde aujourd'hui a beau être beaucoup plus grande qu'à n'importe quel moment du passé, une aide solide est de plus en plus difficile à trouver. Les sources de capitaux les plus profondes – les gouvernements des grandes puissances – sont elles-mêmes accablées de dettes.

Guérir les crises de l'endettement est possible, mais la plupart des solutions exigent des remèdes puissants et une rééducation douloureuse. Les renflouements injectent des liquidités vitales en échange de concessions paralysantes. Les restructurations déplacent les travailleurs et accablent les investisseurs, mais le succès n'est pas garanti. Si l'inflation réduit le fardeau de l'endettement au fil du temps, les économies des épargnants s'érodent et les coûts s'envolent. L'imposition du

capital opprime les possesseurs d'actifs immobiliers et financiers. La répression financière transmet la facture à un secteur financier prodigue doué pour faire porter le fardeau à tout le monde. L'austérité semble prudente jusqu'à ce qu'elle déclenche une grave récession. La croissance économique présente la seule solution bienvenue, mais ses perspectives sont les plus sombres lorsque l'endettement étouffe l'initiative. Dans ce chapitre, nous envisagerons sept stratégies et les raisons pour lesquelles tant d'entre elles finissent par aggraver les problèmes au lieu de les corriger.

Le renflouement d'acteurs insolubles ne peut pas plus restaurer la santé économique que deux amis sobres ne peuvent rendre sobre un ami ivre en le remettant debout : socialiser des dettes privées non viables conduit souvent à des dettes publiques non viables. Il suffit de penser à l'Argentine, qui risque désormais son cinquième défaut de paiement depuis 1980. À chaque fois, des accords successifs avec ses créanciers lui ont redonné l'accès aux marchés internationaux des capitaux, mais ils ont aussi préparé le terrain pour de nouvelles crises de l'endettement. Venu au secours de l'Argentine en 2016, le Fonds monétaire international l'a mise en garde contre « les déséquilibres macroéconomiques généralisés, les distorsions microéconomiques et un cadre institutionnel affaibli¹ ».

Avançons jusqu'en octobre 2020. Moins de deux mois après avoir conclu un accord avec les prêteurs, un haut responsable a signalé que la dette publique de l'Argentine augmentait par rapport à son produit intérieur brut. Au lieu de s'améliorer, la cote de risque du pays s'était détériorée. Cette tendance inquiétante a incité un économiste argentin à avertir le Forum officiel des institutions monétaires et financières (OMFIF) que son pays était « de nouveau au bord du gouffre² ».

L'Argentine est aujourd'hui la règle plus qu'une exception. Des déficits béants, une balance des paiements défavorable et un appétit insatiable pour la dette ont poussé de nombreux pays vers le défaut de paiement. Demandez donc aux responsables du Trésor en Grèce, en Italie, en Espagne, au

Liban, en Turquie, en Équateur, en Éthiopie, au Tchad, en Zambie et au Sri Lanka, pour n'en citer que quelques-uns. Mais n'excluons personne. Sous l'administration de Donald Trump, le président lui-même a évoqué en public la notion de défaut de paiement comme moyen rapide de se débarrasser de la dette intérieure, comme si les États-Unis étaient une entreprise immobilière familiale avec une gestion brouillonne et une réputation pas vraiment impeccable.

Soyons très clair : *je ne suis pas anti-dette*. La dette est utile pour financer l'investissement, et dans des cas où des économies saines se caractérisent par une monnaie stable, un ratio d'endettement gérable, une balance des paiements favorable et des revenus en hausse. Une production croissante mesurée par rapport au PIB peut maintenir la dette dans des limites gérables. Lorsque les économies tournent rond, les autorités peuvent se concentrer sur l'ajustement fin des politiques qui stimulent la croissance économique. Un endettement prudent associé à la croissance économique améliore la vie aujourd'hui sans peser sur les générations futures. Emprunter dans une période difficile, comme lors d'une récession, peut en atténuer la gravité et peut être tout à fait acceptable si les excédents budgétaires primaires (soldes budgétaires nets des paiements d'intérêts) sont gérés en période faste, afin de stabiliser et de réduire les ratios d'endettement.

Un environnement plutôt heureux a prévalu pendant sept décennies après la Seconde Guerre mondiale, ce qui a poussé le monde industrialisé à la coopération plutôt qu'au conflit. Une croissance économique vigoureuse a tiré les pays industrialisés de l'endettement massif que la guerre avait suscité. Pourtant, sous cette surface placide, à partir des années 1970, les incitations ont commencé à changer. Lent au début, le rythme de ce changement s'est progressivement accéléré sous la bannière tant vantée de la mondialisation.

Les marchés émergents sont désormais en concurrence pour produire des biens au moindre coût. Adoptant des concepts comme la délocalisation, les entreprises multinationales se précipitent pour réduire les coûts. Elles abandonnent leurs implantations nationales et déplacent les emplois vers

les régions à bas salaires. L'augmentation de la richesse dans les pays émergents tire des millions de gens de la pauvreté et renforce les attentes des consommateurs. Pour répondre à la demande, les entreprises en croissance et les pays en concurrence exploitent les marchés mondiaux de la dette.

Alors que l'endettement des particuliers et des ménages monte en flèche, de nombreux travailleurs des économies avancées souffrent d'une dégringolade des salaires – un mouvement mondial. Dans des communautés jadis florissantes, la baisse des revenus entraîne une augmentation de l'endettement sur carte de crédit. Aux États-Unis, les soldes des cartes de crédit inondent désormais l'épargne. L'économie des ménages est le moteur de l'économie nationale. Une diminution des revenus affectant un grand nombre de ménages signifie une baisse des impositions. N'occupant plus d'emplois à plein temps avec avantages sociaux à la clé, les travailleurs sont pris entre la baisse du pouvoir d'achat et la flambée des coûts des soins médicaux et des frais de scolarité. Les citoyens soumis à des contraintes économiques font monter la facture payée sur les ressources locales, celles de l'État et celles du gouvernement fédéral, tandis que l'inégalité croissante des revenus et de la richesse suscite le populisme politique et économique.

Le crédit paie une part croissante de la nourriture, du logement, de l'habillement, de la scolarité des enfants dans le secondaire, et bien plus encore au-delà des désirs ou des besoins des consommateurs. La dette municipale subventionne les écoles publiques et les services locaux, tandis que la dette nationale finance des priorités nationales, des soins de santé aux navires de guerre. L'endettement ne cesse de monter à tous ces niveaux, sans que la croissance soit suffisante pour payer les intérêts et le principal.

Afin que les consommateurs continuent de dépenser, prêteurs et régulateurs assouplissent l'accès à l'endettement étudiant, aux cartes de crédit, aux hypothèques, etc. Les banquiers inventent des moyens nouveaux et plus risqués d'emprunter de l'argent. Leurs incitations encouragent les emprunteurs à s'endetter encore plus.

La réduction de l'écart entre la baisse des revenus et la hausse des aspirations des consommateurs semble quelque peu différente dans les économies européennes dotées de programmes de protection sociale somptueux. Au lieu d'inciter les emprunteurs à contracter des dettes privées, elles fournissent une large gamme de services publics gratuits ou subventionnés. La facture pour la santé, l'éducation publique, les retraites, les allocations-chômage, les avantages sociaux et les largesses de l'aide sociale est réglée sur le budget national et non par les ménages, sans impôts correspondants pour financer ces dépenses. Ces politiques séduisantes pour les électeurs gonflent les déficits budgétaires et la dette publique plus rapidement que les prêts au secteur privé.

Bien qu'ils soient historiquement moins disposés à supporter le coût des prestations sociales, les États-Unis ont fait fi de toute prudence dans le sillage de la crise financière mondiale et de la pandémie du Covid-19. Les Républicains réduisent souvent les impôts quand ils sont au pouvoir, affectant d'essayer d'associer ces mesures à des réductions des dépenses et des programmes de prestations, et échouent généralement. Les Démocrates financent souvent des programmes sociaux généreux sans augmenter suffisamment les impôts pour les garantir. Quoi qu'il en soit, le ratio de la dette publique par rapport à la production économique aux États-Unis rattrape rapidement celui de l'Europe.

Dans notre ouvrage *Les Cycles politiques et la macroéconomie*, mon ami le regretté économiste Alberto Alesina et moi-même avons exploré l'impact des conflits partisans sur les crises financières. En disséquant les tendances de la droite et de la gauche à gonfler les budgets en période pré-électorale, nous avons découvert qu'une telle pratique conduit à d'importants excès budgétaires dans les économies industrielles, quelle que soit la faction au pouvoir. Depuis lors, ces distorsions sont devenues beaucoup plus prononcées et rigides.

On a du mal à voir comment emprunteurs et prêteurs rompent avec une habitude apparentée à une démangeaison irrésistible. Il fut un temps où les taux d'intérêt élevés faisaient réfléchir les emprunteurs. Jusqu'à une date récente, la

faiblesse persistante des taux d'intérêt effaçait le souvenir cuisant d'une inflation à deux chiffres observée pour la première fois il y a quatre décennies. Peu de consommateurs de moins de soixante ans se souviennent de pareil climat. En 1981, les acheteurs de maisons empruntaient à des taux hypothécaires plafonnés à 10 %. Depuis cette époque, l'amnésie s'est installée. À mesure que l'inflation reculait, l'attitude envers la dette bon marché a commencé à évoquer Alfred E. Neuman, la mascotte je-m'en-foutiste du magazine humoristique *MAD*, et son *What, me worry?* – Moi, m'en faire ?

Il importe de savoir exactement comment empruntent les gouvernements et les acteurs du secteur privé. Les chiffres purs sont une chose, mais les outils qui ont produit ces chiffres sont eux-mêmes inquiétants. Trois décalages épiques ont aggravé la situation difficile dans laquelle nous nous trouvons actuellement.

Les prêts à court terme contractés par le gouvernement ou des acteurs privés pourraient peut-être économiser quelques dollars grâce à des taux d'intérêt plus bas que les prêts à long terme, mais pour un coût potentiel élevé. Si une crise de liquidité survient et que ces prêts arrivent à échéance, ils sont difficiles à refinancer. Une asymétrie des échéances, c'est-à-dire avoir des passifs à court terme et des actifs illiquides à plus long terme, peut être fatale, comme deux banques d'investissement de Wall Street, Bear Stearns et Lehman Brothers, l'ont appris à leurs dépens en 2008. Lorsque les prêteurs refusent de remplacer un prêt arrivant à échéance par un nouveau prêt, alors il risque de manquer aux ménages, aux entreprises et aux gouvernements les liquidités dont ils ont besoin pour fonctionner. Un manque de liquidités peut se corriger si les créanciers désireux de se refinancer en période de détresse des débiteurs ou de renflouement par le gouvernement peuvent combler un déficit temporaire. Mais si les emprunteurs à court d'argent sont obligés de vendre des actifs à des prix bradés pour payer les créanciers, ils risquent de se diriger droit sur l'insolvabilité et aussi de couler.

Emprunter dans une devise étrangère peut également sembler moins cher qu'emprunter dans la devise locale à des taux d'intérêt plus élevés. Mais il y a un *hic*, car cet outil recèle aussi un vilain piège. Des taux de change liés à une devise étrangère comme le dollar américain majorent le déficit commercial d'un marché émergent lorsque sa monnaie est indexée à un niveau surévalué et/ou que les exportations rapportent moins, comme lorsque le prix des matières premières exportées par cette petite économie chute. Ensuite, si l'ancrage de cette monnaie au dollar américain s'effondre à cause d'un déficit commercial non viable, la dette en dollars d'un petit marché émergent augmente en termes réels. Et, de fait, si l'Argentine emprunte à l'étranger en dollars américains et qu'ensuite sa monnaie se déprécie, la valeur réelle d'une telle dette en devises étrangères mais exprimée en monnaie locale – le peso – croît fortement ; c'est ce qu'on appelle l'effet bilan des asymétries de devises. Ces asymétries de devises (emprunter en devises étrangères alors que vos revenus ou vos actifs sont en monnaie locale) rendent la vie intenable dans les pays moins développés. La valeur de la dette libellée dans une devise étrangère et celle du service de la dette associé montent en flèche ; les débiteurs dont les revenus et les actifs sont en monnaie locale font faillite.

Le risque lié à la structure du capital est le troisième facteur crucial que les emprunteurs doivent évaluer. Les entreprises financent souvent de nouveaux investissements avec des prêts ou le produit de la vente d'actions. Le ratio D/E (*debt to equity*) de la dette sur fonds propres peut soudain avoir de l'importance lorsqu'une entreprise est en difficulté. En période de prospérité, les entreprises peuvent souvent supporter un fort endettement. Mais si elles sont confrontées à une crise, cette dette peut se révéler mortelle.

Le ratio de la dette sur capitaux propres a un impact important sur les ménages qui paient des intérêts sur des maisons qui ne génèrent aucun revenu. Des ratios prudents de la dette sur la valeur nette du logement maintiennent les mensualités hypothécaires à un montant abordable. Une asymétrie – avec trop peu de valeur nette dans un investissement – invite au

défaut de paiement dans les moments difficiles, dure leçon pour de nombreux propriétaires affligés d'une valeur nette proche de zéro, voire négative, de leur maison lorsque le marché du logement s'est effondré en 2008.

Les pays, comme les entreprises et les ménages, doivent veiller à l'équilibre entre dette et fonds propres. Lorsque les paiements à l'étranger pour des importations dépassent les recettes intérieures provenant des exportations, leur compte de transactions courantes est en déficit. Ce déficit peut se combler avec de la dette, souvent fournie par des prêteurs étrangers, ou avec des investissements directs étrangers qui s'apparentent à un financement par capitaux propres plutôt qu'à un financement sur dette. De même qu'ils aiment réduire la charge des intérêts, les responsables du Trésor ici et ailleurs préfèrent souvent la dette, car les investissements étrangers en actions leur abandonnent au moins un certain contrôle sur les ressources naturelles, les entreprises nationalisées, les réseaux électriques, et d'autres actifs et entreprises privés.

Les emprunteurs privés maximisent l'endettement pour deux raisons principales. Comme les Trésors publics, ils préfèrent garder le contrôle des actifs. Des considérations fiscales les attirent également vers les prêteurs, même si l'augmentation de la dette augmente le risque. Jadis présentées comme l'indice d'une forme financière de pointe, ce qui signifie des cotes d'endettement ultra-faibles, les cotes de crédit triple A ont perdu de leur éclat dans les entreprises solides qui aimeraient mieux exploiter les avantages fiscaux pour accroître leurs bénéfices. Dans les années 1980, les obligations de qualité inférieure – donc à risque –, plus connues sous le nom d'obligations de pacotille (*junk bonds*), ont alimenté un appétit pour de lourdes charges d'endettement.

Comme les emprunteurs devraient le savoir, un prêt est un contrat. Les intérêts doivent être payés en période faste comme en période néfaste, et la dette venant à échéance doit être alors remboursée ou refinancée par un nouveau prêt. Les investissements en actions, en revanche, collectent une part de dividendes que les émetteurs peuvent augmenter, réduire

ou éliminer selon les circonstances. Un endettement croissant ne peut pas modifier la valeur marchande d'une entreprise, pas plus que le montant d'une hypothèque ne change la valeur d'une maison ; mais, en poussant les propriétaires, les entreprises et les pays plus près de l'insolvabilité, le risque structurel du capital compte beaucoup. Nous en partageons tous le coût.

Les asymétries d'échéances, les asymétries de devises et les asymétries de structure du capital exacerbent toutes le risque d'insolvabilité. Elles permettent aux emprunteurs d'accumuler plus facilement des dettes au-delà des contraintes du revenu courant, souvent jusqu'aux restructurations et aux défauts de paiement.

La crise financière mondiale de 2008, qui a ébranlé emprunteurs et prêteurs, aurait dû susciter une réévaluation fondamentale des risques potentiels des dettes importantes. Certaines personnes se sont achetée une conduite, du moins pour un temps. Des experts ont signalé du bout des lèvres l'importance des garanties. Les régulateurs bancaires ont resserré les règles. Les agences de notation sont devenues plus transparentes. La Réserve fédérale américaine et d'autres autorités régulatrices se sont lancées dans des séries de « tests de résistance » des grandes banques.

Les ménages et les banques en situation délicate ont réduit leur endettement, soit en épargnant davantage, soit en ne s'acquittant pas d'une partie de leurs dettes, mais d'autres acteurs – gouvernements, entreprises, banques parallèles (établissements financiers moins réglementés que les banques) – ont commencé à emprunter beaucoup plus. Au lieu d'atténuer le risque mondial, les décideurs politiques et certaines parties du secteur privé ont repris leurs mauvaises habitudes de suremprunt.

Les géologues savent que les montagnes ne peuvent s'élever plus haut que la gravité le permet avant que le poids au-dessus ne commence à écraser les roches en dessous. Un principe similaire devrait limiter la capacité d'endettement. Il n'existe malheureusement pas de limite gravitationnelle

comparable pour le comportement humain. À mesure que les niveaux d'endettement grimpent, les appétits pour le risque se réétalonnent.

Tout emprunteur peut mesurer le risque. La comparaison des taux d'intérêt pour deux obligations arrivant à échéance en même temps indique aux investisseurs laquelle est la plus dangereuse sous l'angle du risque de défaut de paiement. Un risque plus élevé augmente les taux d'intérêt – ou les rendements. Comme il est peu vraisemblable que le gouvernement américain entre en cessation de paiement, ses billets et obligations fournissent un rendement de référence dépourvu de risques. Les emprunteurs qui ne peuvent pas se renflouer en imprimant de l'argent – ménages, entreprises, villes, États d'un pays fédéral, pays – sont obligés d'offrir un rendement plus élevé sur leurs dettes pour attirer les prêteurs. L'écart (*spread*) entre deux rendements – entre l'emprunteur à risque et l'emprunteur fiable – signale le « risque de crédit », en clair le risque de défaut de paiement.

Supposons qu'une société nommée MegaCorporation émette une obligation à dix ans avec un rendement de 6 %. Si un bon du Trésor américain à dix ans rapporte 2 %, l'écart est de 4 points. Ce qui signifie que les investisseurs ne seront pas disposés à acheter des obligations de MegaCorp, à moins que ces obligations ne rapportent bien plus que des obligations du Trésor certifiées sûres. Plus l'écart est élevé, plus le marché émet des doutes sur la solvabilité de l'émetteur obligataire. Au lieu de réduire la demande, des écarts plus élevés attirent des investisseurs à la recherche de rendements qui compensent le risque de défaut de paiement. Des dettes de plus en plus risquées s'accumulent tandis que des écarts plus élevés augmentent le risque final de défaut de paiement.

Lorsque les écarts deviennent excessifs – proches des niveaux à deux chiffres –, le marché déclare que les niveaux d'endettement sont en passe de devenir non viables. Cette information accroît encore l'instabilité. Si MegaCorp avait déjà pour des centaines de millions de dollars de dette, lorsque cette dette sera due, il se pourrait que les prêteurs augmentent les taux d'intérêt ou alors refusent de prêter.

À mesure que la faiblesse prolifère, les prêteurs ont la frousse de prêter à quiconque risque d'amplifier les écarts. Une fois qu'une vague de peur est en marche, personne ne peut plus la freiner.

Ce qui est vrai de MegaCorp est vrai des gouvernements nationaux et des entreprises. Et lorsqu'ils sont confrontés à une crise de l'endettement, gouvernements et entreprises sont obligés de choisir entre de mauvaises options.

Les renflouements par les prêteurs de dernier recours sont généralement assortis de conditions. Les dirigeants d'entreprises doivent se soumettre à un examen minutieux et à des contraintes sur les dépenses et les allocations de capital. Les gouvernements des pays, qui empruntent souvent à la Banque mondiale ou au FMI, sont soumis à une « conditionnalité » stricte. En échange de prêts, ils doivent s'engager dans l'austérité budgétaire et/ou des réformes structurelles afin de rendre plus viables les dettes sous-jacentes.

Les prêteurs essaient de faire la distinction entre une entreprise ou un gouvernement qui ont juste besoin de traverser une crise de liquidité temporaire et d'autres qui sont fondamentalement en mauvaise santé et insolubles. Ici, les gouvernements ont un avantage sur les entreprises. Certains d'entre eux sont véritablement « trop gros pour faire faillite » et il est vraisemblable que le FMI les renflouera pour éviter des effets systémiques sur les marchés financiers mondiaux. Cela ne signifie pas pour autant qu'il n'y aura pas beaucoup de risques et de souffrances impliqués dans tout sauvetage, comme l'exige la conditionnalité.

Lorsque les débiteurs se révèlent insolubles plutôt que simplement illiquides, ils deviennent des zombies que des injections de liquidités ne peuvent ressusciter. Les zombies sont synonymes de gros problèmes. « Les zombies s'agitent alors que la Fed crée un problème d'endettement monstrueux », alertait le *Sydney Morning Herald* en juin 2020³. « Les sociétés zombies cachent une réalité inconfortable sur l'économie mondiale », signalait le site Internet d'investigation Yahoo News en mars 2020. Les liquidités dans près de 17 % des 45 000 entreprises publiques du monde ne

pourraient pas couvrir les frais d'intérêt sur trois ans en 2020, selon les données rapportées par FactSet⁴. De fait, compte tenu des emprunts bon marché, et grâce aux politiques peu orthodoxes des banques centrales, de nombreuses entreprises déjà très endettées ont davantage emprunté pendant la crise du Covid-19 et sont devenues de plus gros zombies. Leur surendettement est rentré au bercail et les a rattrapées en 2022. Le resserrement de la politique monétaire par la Fed a fortement accru l'écart que les obligations « à haut rendement » ont payé par rapport aux obligations sûres, augmentant ainsi considérablement les coûts des emprunts pour les entreprises endettées qui s'appuient sur des obligations dites de pacotille. C'est alors que les défauts de paiement ont commencé à se multiplier.

Renflouer les zombies ne fait que retarder l'inévitable faillite, ce qui n'est une bonne nouvelle que pour les avocats qui facturent leurs prestations à l'heure. À un moment donné, MegaCorp sera confronté à une faillite et à une restructuration. Le processus de restructuration peut être pénible pour de nombreux prêteurs et de nombreux travailleurs. Tous les prêteurs ne sont pas traités de la même manière dans une restructuration typique. Ceux dont les créances viennent à échéance de manière anticipée peuvent être en mesure de recouvrer intégralement leur dette avant que ne survienne le défaut de paiement. Les prêteurs qui ont moins d'influence et des créances à plus long terme sont souvent contraints de se contenter d'une fraction de leur dû, ce qui accroît leur propre exposition à l'insolvabilité.

Il s'ensuit une boucle funeste. Les banques, les entreprises et les ménages renfloués par leur gouvernement ne font qu'augmenter le volume de la dette publique, mettant l'État en danger. Inversement, comme les banques, les entreprises et les ménages sont les propriétaires de la nouvelle dette publique, un pays qui risque la faillite expose également le secteur privé à la faillite. Cette boucle funeste a impulsé la crise de la zone euro entre 2010 et 2015. Et c'était avec beaucoup moins de dette publique dans la balance qu'aujourd'hui, après la crise du Covid-19.

Les renflouements mal dirigés constituent un autre type de menace existentielle. Lorsque des emprunteurs prennent des risques avec la certitude qu'on viendra à leur secours, il y a ce que les économistes appellent l'« aléa moral ». Si vous êtes sûr que le gouvernement vous renflouera si un pari risqué échoue, pourquoi ne pas vous lancer ? Plus le risque est élevé, plus le rendement potentiel est élevé, et il se peut qu'il n'y ait pas de contrepartie négative. Si vous gagnez votre pari, quelqu'un d'autre paiera la facture et vous survivrez, libre de recommencer à parier un autre jour. Lorsque les contribuables sont pénalisés, l'aléa moral privatise les gains et socialise les pertes.

Ironiquement, il existe une – et une seule – solution controversée mais populaire aux problèmes d'endettement élevé : s'endetter *encore plus* pour stimuler la croissance. Cela fait plus d'un siècle que les économistes débattent des mérites de l'austérité économique par rapport à la relance budgétaire.

L'école d'économie dite autrichienne préfère une solution ancrée dans l'austérité lorsque les dettes et les déficits sont élevés. En bref : dépensez moins, économisez plus. C'est le genre de conseil que tout ménage devrait suivre : si vous pouvez réduire vos dépenses pour éviter de faire chauffer vos cartes de crédit, vous serez en bien meilleure santé. Mais, s'agissant des gouvernements, les règles ne sont pas les mêmes que pour les ménages. Les gouvernements disposent d'options que les ménages n'ont pas. Ils peuvent émettre des obligations et augmenter la masse monétaire. Ils peuvent stimuler la demande.

Les disciples du légendaire économiste britannique John Maynard Keynes s'opposent à l'école autrichienne. Faisant référence à la Grande Récession, ils préconisent de relancer une économie morose avec de l'argent emprunté. Les keynésiens soutiennent qu'une relance budgétaire peut prévenir la dépression et l'insolvabilité douloureuses et dommageables. Keynes a reconnu le paradoxe de l'épargne. Lorsqu'un ménage doit plus qu'il ne peut gérer, les familles prudentes réduisent leurs dépenses et augmentent leur épargne autant que possible. Mais si tous les ménages économisent tous azimuts

pendant une période de ralentissement économique, l'absence collective d'activité économique fera chuter la croissance. C'est alors que le gouvernement doit intervenir en tant que donateur de dernier recours.

Il y a quinze ans, pendant la crise financière mondiale, le FMI s'était aligné sur les Autrichiens. Il avait insisté sur la modération budgétaire des pays aux prises avec un endettement excessif. Pour certains observateurs, le sigle IMF (International Monetary Fund) signifiait *It's Mostly Fiscal* – « c'est principalement budgétaire » – un raccourci pour le fait d'atténuer le désarroi financier en mettant un plafond sur les dépenses. Aujourd'hui, le consensus est passé à l'autre extrême. La nouvelle sagesse conventionnelle post-Covid-19 dit : dépensez plus pour résoudre les problèmes d'endettement. Faute de quoi vous serez confronté à une récession plus profonde et à une probabilité de défaut de paiement encore plus forte.

La différence entre les conseillers de Biden aujourd'hui et les conseillers d'Obama en 2009 illustre une volte-face aux États-Unis. Les voix les plus fortes dans l'entourage du président Obama avaient plaidé pour un plafond sur les dépenses pour sortir de la crise monétaire mondiale. La sagesse dominante dans les administrations Trump et Biden voyait plus de danger à dépenser trop peu qu'à dépenser trop. Aussi avons-nous aujourd'hui des déficits budgétaires bien plus importants qu'après la crise financière mondiale.

Les États-Unis et de nombreuses autres économies sont prêts à ne pas ménager la dépense et à utiliser une politique monétaire non conventionnelle – une forme de renflouement – pour relancer l'activité économique. C'est le sens de l'acronyme guilleret ZIRP pour *Zero Interest Rate Policy* – la politique de taux d'intérêt zéro. Une politique plus large, s'inscrivant sous la bannière de l'assouplissement quantitatif ou de l'assouplissement du crédit, permet à la Réserve fédérale d'injecter des liquidités dans l'économie en achetant de la dette publique et privée, même des dettes à la marge de la qualité investissement (*investment grade*). Ces politiques poussent à la baisse les taux à court terme comme ceux à long

terme. L'Europe et le Japon ont réellement mis en application des politiques d'intérêt négatif ou NIRP pour *No Interest Rate Policy*. En conséquence, l'équivalent de quelque 18 000 milliards de dollars en obligations d'État, avec des échéances allant jusqu'à dix ans en Europe et au Japon, ont eu un rendement nominal négatif en 2021 : les prêteurs ont payé les emprunteurs pour conserver l'argent prêté. Dans certains pays scandinaves, même le taux d'intérêt sur les hypothèques était négatif.

Certes, de somptueux « largages » (*helicopter drops*) de liquidités ont compensé les pires impacts d'un arrêt de l'économie. Les partisans de ces mesures aiment évoquer les vertus de la MMT (*Modern Monetary Theory*). La MMT semble préconiser que les gouvernements assument d'importants déficits budgétaires permanents avec de l'argent imprimé par la banque centrale – une variante extrême de l'assouplissement quantitatif. Pour les sceptiques comme l'investisseur Jim Rodgers, qui s'inquiète des effets corrosifs, MMT est plutôt synonyme de *More Money Today* – « plus d'argent aujourd'hui ».

Exactement comme je me méfie du consensus de Davos sur toute question importante, je me méfie du nouveau consensus qui émerge autour de la MMT. Bien sûr, je comprends que lorsque les taux sont proches de zéro ou négatifs, les gouvernements puissent augmenter les dépenses et la dette, stimulant ainsi la croissance nationale, sans s'exposer à une amplification des coûts du service de la dette. Mais cette magie ne peut pas durer éternellement. Les déficits géants d'aujourd'hui font grimper les ratios d'endettement malgré les faibles taux d'intérêt en vigueur.

En l'absence d'une croissance économique puissante et durable, un événement ou un autre finira par crever la bulle de la dette mondiale. La pandémie du Covid-19 nous a poussés au bord du gouffre. Le prochain choc risque de nous faire basculer dans le vide.

Effacer les dettes semble être une bonne nouvelle pour les débiteurs, mais alors vous effacez aussi les créanciers. De nos jours aux États-Unis, de nombreux créanciers sont des gens ordinaires avec des comptes d'épargne et des plans

d'épargne-retraite par capitalisation dits « 401(k) ». La dette publique du gouvernement est détenue par les ménages directement ou indirectement – directement lorsque l'épargne est sous forme d'obligations d'État, indirectement lorsque l'épargne est déposée auprès de banques qui achètent des obligations d'État. Si les banques font faillite ou si le gouvernement est en cessation de paiement, comment les banques vont-elles payer les déposants ? C'est la boucle funeste qui recommence.

Les défauts de paiement comme moyen de résoudre des problèmes d'endettement sont des opérations peu reluisantes. Ils entraînent de nombreuses complications. D'abord arrive un resserrement du crédit – le *crunch*. Puis les banques s'effondrent. Le crédit se tarit. Les entreprises font faillite. Les gens perdent leur emploi. Les ménages perdent leurs revenus et leur maison. La Bourse mord la poussière. Ce n'est pas comme si la Mère de tous les défauts de paiement était un moratoire biblique sympa où toutes vos dettes sont effacées. Ça va saigner. Comparé à une cessation de paiement ou à une restructuration, un renflouement est préférable lorsque le débiteur, qu'il soit privé ou public, est à court de liquidités mais fondamentalement sain, c'est-à-dire illiquide mais pas insolvable. Mais lorsque l'insolvabilité se profile, le défaut de paiement et la restructuration sont l'option inévitable. Il existe des moyens méthodiques de débrouiller des crises coriaces de l'endettement, comme des clauses d'action collective qui forcent les créanciers récalcitrants à accepter les conditions de structuration acceptées par la majorité de leurs collègues.

Ce sont les emprunteurs qui doivent beaucoup à des prêteurs étrangers qui ressentiront le plus les difficultés économiques. Ils pourront se démener, aller en justice et innover avec un certain succès, mais pas éternellement. Des pays latino-américains à court d'argent ont remporté une petite victoire dans les années 1980 en persuadant des entreprises comme Whirlpool d'acheter des portions de cette dette libellées en dollars, puis de les échanger contre de la monnaie locale au-dessus de sa valeur marchande – une victoire pour

Whirlpool et une victoire pour le Brésil, qui avait besoin de dollars pour rembourser sa dette extérieure.

Aux niveaux d'endettement actuels, toutefois, de si modestes victoires ne font que redresser les transats sur le pont d'un bateau qui coule. Lorsque les marchés émergents ne peuvent pas rembourser leur dette extérieure, ils sont au pied du mur. Les inévitables défauts de paiement bloquent l'accès aux marchés mondiaux des capitaux. Sans accès aux capitaux, les économies se contractent. La monnaie locale ne vaut plus rien. Activer la planche à billets invite l'inflation et l'hyperinflation. La pauvreté prolifère. Les gouvernements qui ne peuvent subvenir aux besoins de leur population ne durent pas longtemps. Le chaos ouvre la porte aux promesses creuses de dirigeants autoritaires armés de slogans populistes et de milices mercenaires.

Les économies avancées ne sont pas invulnérables, ainsi que l'Histoire l'a montré à maintes reprises. Il vaut la peine de noter qu'en 1889 les investisseurs prudents recherchaient la sécurité dans les obligations sur cent ans émises par l'empire des Habsbourg qui régnait alors sur l'Autriche-Hongrie. Lorsque l'anarchiste Gavrilo Princip a assassiné l'archiduc autrichien Ferdinand en juin 1914, geste qui a déclenché la Première Guerre mondiale, les obligations souveraines des Habsbourg conservaient leur valeur par rapport aux autres obligations européennes. Autrement dit, aucun expert n'avait vu venir la fin. Quatre ans plus tard, l'empire des Habsbourg n'existait plus. Deux décennies plus tard, la dette d'après-guerre et la facture des réparations qui avaient presque étouffé l'Allemagne ont contribué à déclencher la Seconde Guerre mondiale.

Les économies fortes qui empruntent en monnaie locale disposent d'options qui ne sont pas disponibles pour les marchés émergents qui sont obligés d'emprunter dans une devise étrangère. Ils peuvent éviter le défaut de paiement en recourant à leur propre monnaie pour rembourser les prêteurs – c'est-à-dire qu'ils peuvent utiliser de l'argent imprimé par la banque centrale. Ils peuvent donc continuer à emprunter. Dans un premier temps, davantage d'émissions monétaires

pourraient renforcer la stabilité économique. Mais finalement ce remède peut devenir toxique. L'inflation revient lentement et finit par équivaloir à une forme de défaut de paiement, comme nous le verrons plus en détail au chapitre 5. Tout comme un défaut de paiement, l'inflation transfère la richesse des créanciers et des épargnants aux débiteurs et aux emprunteurs. Les États-Unis et d'autres économies avancées qui empruntent dans leur propre devise n'ont pas besoin de passer par un défaut de paiement formel lorsque leur endettement devient non viable. Au lieu de quoi l'inflation peut réduire la valeur réelle d'une dette à long terme à taux d'intérêt fixe ; c'est une forme de défaut de paiement plus douce.

En effet, l'inflation transfère de la richesse parce que le lien entre les prix des obligations et les taux d'intérêt – ou rendement – s'apparente, c'est bien connu, à une balançoire. Lorsque les taux d'intérêt augmentent, le prix des obligations baisse, et *vice versa*. Lorsque l'inflation fait surface, les prêteurs exigent des taux d'intérêt plus élevés. Une obligation à dix ans qui rapporte 1 % d'intérêt aux investisseurs a moins d'attrait lorsque les taux augmentent. Pourquoi gagner 1 % pendant des années alors qu'une autre obligation rapporte plus ? Si je prête à un gouvernement à 2 % pendant dix ans alors que l'inflation est de 1 %, alors le retour réel sur mon investissement est de 1 %. Mais si l'inflation après coup (*ex post*) se révèle être de 10 %, le rendement réel est *néгатif* : - 8 %.

La politique monétaire est gouvernée par la sensibilité aux taux d'intérêt. Trôner au sommet d'une dette imposante avec des taux d'intérêt bas bride la tendance à augmenter les taux, étape qui provoquerait une chute de la valeur des obligations. Or ces taux peu élevés encouragent les emprunts et un effet de levier imprudent, ce qui entraîne un problème d'endettement plus important sur toute la ligne.

Sinon, les décideurs politiques peuvent imposer une « répression financière ». Le mécanisme en est complexe, mais le résultat final répond aux vœux des politiciens qui veulent lever des fonds sans fâcher trop d'électeurs. Les gouvernements ordonnent donc aux grands établissements financiers

de renflouer les petites entreprises, les ménages et même les banques en difficulté. Ce qui revient à un impôt furtif sur le secteur financier. L'assouplissement monétaire, budgétaire et du crédit et les renflouements ont atteint un niveau record en 2020. « Ceci, en dernière analyse, sera considéré comme le processus permettant de financer toutes sortes de projets politiquement nécessaires, y compris des initiatives écologiques, car les garanties ne coûtent rien aux gouvernements au-delà d'un éventuel passif si les actifs se révélaient douteux, estimait le *Financial Times*. Une solution éprouvée à pareil problème de crédit serait alors de prêter plus d'argent pour maintenir les débiteurs disponibles tant pour les intérêts que pour le principal. On secoue l'arbre à billets et ça ne fait que commencer⁵. »

Les solutions proposées à la crise de l'endettement seraient-elles complètes sans appels à l'imposition de la fortune individuelle ? Si séduisant que cela puisse paraître à des personnes à la fortune modeste, il y a là des inconvénients cachés. Si les autorités taxent la richesse accumulée ou frappent de taux d'imposition élevés les très hauts revenus, la fraude fiscale peut augmenter et les recettes n'approcheront toujours pas les montants nécessaires pour alléger le fardeau de la dette mondiale. Et taxer le travail pour réduire les niveaux d'endettement est souvent politiquement impossible lorsque de nombreux travailleurs sont à court de revenus et sont déjà confrontés à des taux d'imposition élevés.

Chaque remède applicable aux niveaux d'endettement élevés entraîne ses propres coûts : le paradoxe de l'épargne, le chaos des défauts de paiement, l'aléa moral du renflouement, l'impôt sur la fortune qui nuit aux riches contribuables et peut conduire à moins d'investissements en capitaux privés, l'imposition des salaires qui nuit aux plus vulnérables, une inflation inattendue qui anéantit la richesse des créanciers. C'est pourquoi nous sommes arrivés à un nouveau « consensus » de la MMT, comme s'il s'agissait d'un repas gratuit. Maintenir des taux d'intérêt bas et continuer d'accumuler des dettes est devenu la voie de moindre résistance et le moyen le plus *soft* de redistribuer la richesse/les revenus des épargnants/créanciers vers

les emprunteurs/débiteurs. Or, par définition, l'argent facile alimente l'endettement. L'argent facile conduit également à l'inflation des actifs et, finalement, aux bulles. Il y aura un règlement de compte. Il pourrait prendre la forme d'un krach grandiose, qui fait éclater la bulle et déclenche le défaut de paiement, ou l'inflation, ou même la stagflation.

Au train où vont les choses, les crises de l'endettement passées ne sont que l'ombre des crises qui nous guettent. Nous ne voulons pas regarder la vérité en face ; nous sommes dans un état de déni collectif. Nous ne voulons pas nous serrer la ceinture ou admettre que l'avenir manquera d'occasions de croissance des revenus, et encore moins admettre que notre pouvoir d'achat risque de diminuer.

Je voudrais bien que ce ne soit pas le cas, mais la Mère de toutes les débâcles de la dette semble inévitable, soit *via* l'inflation, soit par un défaut de paiement pur et simple. Choisissez votre poison. Nous fonçons vers la catastrophe sur des rails lubrifiés. Nous ne pouvons pas succomber à l'inertie ou prédire que nous traverserons une autre crise de la dette comme nous l'avons fait auparavant. Cette fois, je suis désolé de le dire, nous devons nous attendre à bien pire.

Quiconque imagine qu'un effondrement de cette ampleur nuira seulement aux prêteurs et aux emprunteurs – « les banques en prendront un coup, mais ça ne touchera pas ma famille » – devrait se rappeler l'omniprésence du risque dans le monde non seulement économique et financier, mais aussi géopolitique. Les crises de l'endettement ont des conséquences bien au-delà du domaine de l'économie. En effet, quand je siégeais au Conseil des conseillers économiques du Président à l'été 1998, j'ai participé à des réunions qui traitaient de la crise de la dette et du défaut de paiement de la Russie. L'une de ces réunions se tenait dans la Situation Room au sous-sol de la Maison Blanche, souvent représentée à la télévision comme un bunker de haute technologie. En fait, c'est un sous-sol délabré qui n'a pas été modernisé ou réaménagé depuis des décennies. L'espace sécurisé nous a permis de discuter avec de hauts responsables militaires.

Nous craignons tous que la détérioration de la Russie ne conduise à un éclatement de ce pays, qui, à son tour, pourrait mettre certaines de ses armes nucléaires en de mauvaises mains. Le défaut de paiement et les armes mortelles forment un couple dangereux. Et une fois de plus, en 2022, une Russie dotée d'armes nucléaires était sur le point d'entrer en cessation de paiement, ses avoirs à l'étranger étant gelés par les sanctions. Des inquiétudes similaires s'étaient manifestées quand nous évaluions les arguments en faveur de l'aide au Pakistan en 1999, autre pays possédant à la fois une dette extérieure écrasante et des armes nucléaires. En travaillant ensemble, le Trésor américain et le FMI ont aidé le Pakistan à éviter l'effondrement et à restructurer sa dette extérieure. Néanmoins, son niveau d'endettement reste précaire encore aujourd'hui.

L'attention portée aux contraintes géopolitiques m'aide à combattre la pensée de groupe. Lorsque le consensus à Wall Street s'attendait à ce que la Grèce quitte la zone euro (le Grexit) en 2015, c'était en partie parce que l'intransigent ministre des Finances allemand Wolfgang Schäuble conseillait à la chancelière Angela Merkel de laisser partir la Grèce plutôt que de financer un plan de sauvetage. Mon point de vue opposé soutenait que la Grèce et la « Troïka » comprenant la Commission européenne, la Banque centrale européenne et le Fonds monétaire international arriveraient à un compromis pour éviter le Grexit. Je croyais que la Grèce mettrait à l'épreuve la détermination de la Troïka, mais que l'Allemagne ne la débrancherait pas au risque de provoquer un effondrement de l'union monétaire. C'est exactement ce qui s'est passé : la Grèce a obtenu de la Troïka un important accord de sauvetage de 200 milliards de dollars en échange d'une politique d'austérité et de réformes ; ainsi le Grexit a-t-il été évité.

Mes jugements pèsent plus que des facteurs strictement économiques et financiers, par exemple les conséquences géopolitiques lorsqu'en Turquie des millions de réfugiés se massaient à la frontière avec la Grèce, porte de l'Europe. Je cherche des signes d'espoir et des signes de troubles. Ceux qui

me qualifient de Dr Doom ne voient pas que j'examine les avantages avec autant de rigueur que les inconvénients. Les optimistes comme les pessimistes me trouvent contrariant. Si je pouvais choisir mon surnom, Dr Realist sonnerait bien.

Aujourd'hui, nous voyons d'énormes quantités de dettes partout où nous portons nos regards. Pourtant, comme un iceberg, une dette bien plus implicite se trouve sous la surface. Nous savons précisément combien d'argent lie prêteurs et emprunteurs. Nous ne pouvons mesurer le coût implicite des opérations de sauvetage des obligations non financées en matière de retraites et de soins aux personnes âgées, les coûts du changement climatique, ceux des futures pandémies mondiales et d'autres passifs indicibles. Notre crise de l'endettement serait toujours terrible même si c'était la seule mégamenace à laquelle nous serions confrontés, et même si nos décideurs politiques étaient aussi sages que Solon. Or la situation est bien pire.

Toutes nos leçons de l'Histoire étaient fondées sur un monde à la population croissante, avec des bassins de main-d'œuvre en expansion pour aider les économies locales à se sortir des ennuis. Que se passe-t-il quand la croissance démographique plafonne, que les bassins de main-d'œuvre rétrécissent et qu'il y a moins de travailleurs pour soutenir une population vieillissante ? Ces passifs non financés constituent la mégamenace que nous analysons ci-après.

La bombe à retardement démographique

Pendant la Grande Dépression, le monde industrialisé a souffert d'une longue liste de problèmes graves. Le commerce a failli s'enrayer. Les factures restaient impayées. Les entreprises déposaient leur bilan. Les institutions financières s'effondraient. Le chômage dépassait les 25 %. Des agriculteurs en faillite et des propriétaires insolvables plantaient des écriteaux À VENDRE devant leur ferme ou leur maison. L'incertitude régnait. La perte de foi dans la prospérité a donné naissance à des régimes totalitaires et militaristes en Allemagne, en Italie, en Espagne et au Japon qui promettaient un retour à la grandeur et écrasaient les droits politiques et humains. Nerveux dans pareil climat, des dirigeants américains privilégiaient la stabilité au détriment de principes démocratiques reconnus de longue date. Le sénateur républicain de l'Idaho William Borah proposait de confier à Franklin Roosevelt « pendant une certaine période le pouvoir dictatorial dans le cadre de la Constitution¹ ».

Alors que les grandes entreprises empruntaient pour éviter la cessation d'activité, les gouvernements empruntaient pour alimenter l'activité économique. Témoin le New Deal : programme après programme, des liquidités ont été injectées dans l'économie. Nous avons construit des routes et des ponts, revitalisé des banques, nourri les affamés et mobilisé des artistes pour enrichir notre patrimoine culturel.

Si sombre qu'ait été la situation, nous étions en meilleure santé à plus d'un égard quand les files de chômeurs serpentaient entre les blocs d'immeubles pour recevoir la soupe populaire. Pourquoi ? L'économie mondiale a tremblé, mais ne s'est pas effondrée. Le krach du marché boursier et des gens

affamés ont occulté deux avantages par rapport à la situation actuelle. Les pays industrialisés jouissaient d'un endettement faible et d'une grande marge de croissance. Les États-Unis étaient en mesure d'emprunter de l'argent et de finir par rembourser les prêteurs grâce à l'accroissement des recettes fiscales. Les lois sur la Sécurité sociale adoptée en 1935 et l'Assurance-maladie (Medicare) adoptée en 1965 ont garanti que les retraités bénéficient de pensions et de soins médicaux. Tant que les effectifs de la main-d'œuvre augmentaient, ces programmes bénéficiaient d'un financement croissant, même si le nombre des retraités augmentait également.

Or ces mêmes programmes se sont transformés en pièges quand les tendances démographiques se sont inversées. Aujourd'hui, avec une croissance difficile à atteindre, nous sommes confrontés au poids suffocant des factures impayées de la Sécurité sociale et des soins médicaux. Même la Seconde Guerre mondiale n'avait pas créé autant de passifs implicites par rapport à la production économique. Le fardeau est maintenant plus lourd que jamais et nous le repoussons vers le haut, arc-boutés contre un vent violent.

Les membres du creux démographique dit « Génération X » qui sont dans la trentaine ou la quarantaine ont trois décennies de travail devant eux. Aux États-Unis, les prestations de la Sécurité sociale dépendent de l'état de la caisse fiduciaire de l'OASI (*Old-Age and Survivors Insurance* – « Assurance-veillesse et survivants »). Les projections actuelles prévoient son insolvabilité – la caisse sera à court d'actifs – en 2033, date que le Covid-19 a avancée d'un an². Quiconque songe à prendre sa retraite après cette date risque de ne percevoir qu'environ 76 % des prestations qui lui sont dues³. La retraite dépendra principalement de l'épargne personnelle, ce qui augure mal pour les « belles années » qu'on pouvait espérer. La Réserve fédérale constate que près de quatre Américains sur dix n'ont pas les moyens de remplacer un gros appareil électroménager⁴. Un peu plus de la moitié des Américains ont 5 000 dollars ou moins d'économies, un tiers ont 1 000 dollars ou moins.

Avez-vous remarqué que les publicités sur les réseaux câblés tels que Fox News ou CNBC s'adressent majoritairement au troisième âge ? Des pubs vendant du Viagra, des analgésiques et des compléments alimentaires contre la perte de cheveux signalent clairement une chose : le piège démographique est arrivé.

La sonnette d'alarme tinte depuis des décennies, mais nous continuons à faire la sourde oreille. Imaginez-vous en train de réveiller les gens avec de mauvaises nouvelles. C'est mon métier. En tant qu'économiste sensible aux bouleversements, je ne vois pas d'autre choix. Je rassemble les indices et fais autant de tapage indésirable que je le peux. Nous avons dormi à nos risques et périls. J'espère que nous serons suffisamment nombreux à nous réveiller, à prendre garde, à faire les rapprochements qui s'imposent et à nous préparer aux conséquences.

Les chapitres 1 et 2 ont examiné la dette explicite, c'est-à-dire les contrats entre emprunteurs et prêteurs. Or un autre type de dette éclipse le prêt automobile, les hypothèques immobilières, les cartes de crédit, les prêts personnels, les prêts hypothécaires, les dettes publiques, etc. La facture officielle de la dette explicite n'est rien comparée à celle de la dette *implicite* : toutes les obligations financières prévisibles dans notre avenir.

La plupart des dettes implicites proviennent de deux sources principales : la fourniture de filets de sécurité financiers aux travailleurs vieillissants et l'atténuation des conséquences destructrices du changement climatique mondial. Le présent chapitre 3 se concentrera sur le premier thème, le chapitre 10 traitera du second.

Il n'existe pas assez d'argent pour tenir les promesses financières qui ont été faites aux travailleurs actuels et au nombre croissant de retraités dans les économies avancées, et même maintenant dans certains marchés émergents vieillissants comme la Chine, la Russie et la Corée du Sud. Comment payer ces coûts massifs qui, soit dit en passant, devront s'adapter aux schémas migratoires mondiaux ? Ce ne sera pas en augmentant les impôts. Il faudrait que les charges sociales

pesant sur les travailleurs actuels pour financer les pensions et les soins médicaux des retraités et des futurs retraités soient démesurément revues à la hausse, et pourtant elles ne peuvent garantir des ressources suffisantes pour les soins de santé et les pensions des jeunes travailleurs actuels lorsqu'ils prendront leur retraite. Imprimer suffisamment d'argent déclenchera l'inflation ou finalement l'hyperinflation. Revenir sur les promesses faites aux retraités et aux travailleurs bientôt en retraite – ou même relever l'âge de la retraite – est une invitation à l'agitation politique. Pour joindre les deux bouts, il nous faut – et ce, de plus en plus – compter sur la seule possibilité restante : une dette supplémentaire que nous ne pourrons jamais rembourser. *Caveat emptor !* Cela finira mal.

« La nature abhorre ce qui est vieux », écrivait Ralph Waldo Emerson lorsque la révolution industrielle était dans sa jeunesse. Les observateurs modernes arrivent à la même conclusion pour des raisons que l'auteur de *La Confiance en soi* n'aurait pu prévoir.

De nombreux travailleurs dans les économies performantes sont actuellement d'un âge avancé, voire proches de l'âge de la retraite, en particulier au Japon et en Europe, mais aussi aux États-Unis.

Je n'ai rien contre le fait de vieillir. Personne n'y échappe. Mais une main-d'œuvre vieillissante peut amorcer une spirale fatale de problèmes dans les économies où la croissance a atteint son apogée. Le vieillissement réduit l'offre en travailleurs et ralentit la productivité tandis que l'investissement dans de nouvelles machines diminue. Les promesses financières – pensions et soins médicaux – détournent des parts croissantes du revenu national au profit d'une population plus âgée. Comme les emplois se délocalisent à l'étranger et que les robots prolifèrent, les économies avancées emploient de moins en moins de travailleurs, lesquels doivent soutenir un nombre croissant de retraités.

Si cette tendance se poursuit – et je ne vois aucune raison pour qu'elle ne le fasse pas –, nous pouvons oublier un avenir qui perpétue des siècles de progrès social d'une génération à

l'autre. Au lieu de servir à acheter des biens et à constituer des pécules pour les jeunes familles, les chèques de paie des travailleurs en activité seront de plus en plus dévolus au maintien de filets de sécurité pour les personnes âgées. La baisse des dépenses et de l'épargne des jeunes générations freinera la croissance économique.

Le prix Nobel Milton Friedman, économiste farouchement opposé à l'intervention gouvernementale, a émis l'un des premiers avertissements. En 1980, il s'emportait contre une crise imminente quand nous avions encore le temps de l'éviter :

« Ce que vous avez, c'est un système dans lequel les gens sont imposés aujourd'hui pour verser des prestations à ceux qui les reçoivent. Jusqu'à présent, les personnes qui reçoivent des paiements ont reçu beaucoup plus que la valeur actuarielle de ce qu'elles ont payé. C'est parce que vous avez eu une main-d'œuvre croissante, vous avez eu des salaires plus élevés. L'impôt sur les salaires a augmenté très fortement, mais le nombre de bénéficiaires augmente par rapport au nombre de personnes qui paient. C'est pourquoi la Sécurité sociale a tant de difficultés financières. C'est pourquoi la soi-disant réserve est devenue de plus en plus petite et c'est pourquoi vous avez toute cette agitation pour que le Congrès fasse quelque chose pour rendre la Sécurité sociale financièrement responsable⁵. »

Ce qui est déroutant, c'est que rien n'a changé, malgré des preuves de plus en plus nombreuses au fil des années que la menace est bien réelle. En 2012, les auteurs du *Clash des générations*, Laurence Kotlikoff et Scott Burns, ont calculé pour les États-Unis la différence entre la dette publique *officielle* et l'endettement *réel* lorsque les obligations non financées sont incluses. Ils appellent cette différence l'écart fiscal. Ils ont déterminé que la dette officielle s'élevait alors à 11 000 milliards de dollars. La dette réelle planait à... 211 000 milliards de dollars⁶. Ils ont tiré la sonnette d'alarme, mais les décideurs politiques n'ont rien fait.

D'ordinaire, lorsque l'endettement total finit par être égal à la production économique annuelle d'un pays, ou à son produit intérieur brut (PIB), les macroéconomistes s'inquiètent. Aux États-Unis aujourd'hui, une décennie après la publication

du *Clash des générations*, l'écart budgétaire s'élève à quatorze fois le PIB. Plus étonnant encore, relevaient Kotlikoff et Burns, l'écart budgétaire équivaut à « vingt-deux fois la dette publique qui retient désormais l'attention de tous ». Cela ne présage rien de bon. « Si les États-Unis font faillite et s'effondrent dans le chaos économique et le conflit générationnel, ajoutaient-ils, le monde entier en souffrira, probablement d'une manière qu'aucun de nous ne peut ou ne veut imaginer⁷. »

Bien sûr, les estimations de l'écart budgétaire sont quelque peu exagérées, car elles ne tiennent pas compte du fait que le PIB augmente avec le temps. Bon nombre des dettes dues dans plusieurs décennies seront financées par cette production plus importante. Mais, même en tenant compte de futurs revenus plus élevés, l'écart entre ce que le gouvernement a promis et les ressources dont il disposera à l'échéance de la facture est énorme à tous égards. Et l'économie américaine est en meilleure santé que beaucoup d'autres. Ailleurs, la situation est bien pire.

Des écarts budgétaires gigantesques font désormais partie du paysage économique mondial. « Le vieillissement est un phénomène à l'échelle européenne », alertait la Banque mondiale. Prenons par exemple la Pologne. En 1950, la moitié de la population avait moins de vingt-six ans ; elle était donc encore en pleine jeunesse. Aujourd'hui, la moyenne d'âge approche les quarante ans et sera en passe d'atteindre cinquante et un ans en 2050. En outre, cette population vieillissante est en diminution. La Pologne devrait compter 32 millions d'habitants en 2050, soit 6 millions de moins qu'en 1995⁸.

Bien avant l'apparition du Covid-19, les chercheurs de la Banque mondiale s'attendaient à ce que les changements démographiques en Pologne réduisent le PIB par habitant de plus d'un tiers sur une décennie. Leur rapport qualifiait de préoccupation majeure le financement du système de retraite polonais, malgré une restructuration complète entreprise une décennie plus tôt pour en renforcer les capacités. Ce rapport prévoyait également une demande accrue de soins à domicile vingt-quatre heures sur vingt-quatre et sur

de longues périodes, ce qui entraînerait une augmentation significative des dépenses : « Les enfants qui naissent dans la Pologne d'aujourd'hui ont de bonnes chances de vivre jusqu'à cent ans », notait le rapport. Il posait également, mais sans y répondre, la question cruciale de savoir comment financer ces prestations élargies.

Dans un peu tous les pays développés, les statistiques révèlent un déséquilibre perfide. Au lieu d'aller aux jeunes travailleurs, une part croissante du revenu national sert à préserver le niveau de vie des retraités. Ce travers s'aggrave chaque année à mesure que diminuent la masse salariale et la population en âge de travailler, et qu'augmentent les dépenses liées à la vieillesse. Certes, les jeunes travailleurs ne se plaignent pas encore d'avoir à renoncer à leur avenir pour financer les retraités, mais ils finiront par le faire. Guettez les gros titres déclarant un conflit générationnel entre jeunes et vieux⁹.

Au lieu d'avancer, nous avons reculé. En 1960 aux États-Unis, il y avait 5 travailleurs actifs pour chaque travailleur retraité ou handicapé. Ce ratio est tombé en dessous de 3 pour 1 en 2009 et se dirige vers 2 pour 1 d'ici 2030, d'après la Social Security Administration¹⁰.

La situation aux États-Unis était désastreuse, mais pas autant qu'en Europe, grâce à l'immigration qui, jusqu'à une date récente, contribuait à étoffer l'offre de main-d'œuvre américaine. La population des États-Unis ne diminue pas encore, même si le taux de natalité est bien inférieur au taux dit de remplacement estimé à 2,1 enfants par femme. L'afflux continu d'immigrants en provenance d'Asie, d'Amérique centrale et latine et d'autres pays du monde a contribué à la croissance démographique totale, bien que très modestement. Néanmoins, l'augmentation du nombre de retraités aux États-Unis portera les effectifs des bénéficiaires de la Sécurité sociale à 73 millions, soit près du double du chiffre de 2010. La valeur actuelle des obligations non financées qui viendront à échéance dans le futur dépasse les 5 000 milliards de dollars, soit plus de deux fois et demie le coût de l'ambitieux projet de loi sur l'emploi proposé en 2021 par l'administration Biden.

Le Japon a l'une des populations les plus âgées du monde, car le taux de natalité est très bas et l'espérance de vie très élevée. Avant le Covid-19, le gouvernement japonais estimait que, dans les scénarios les plus pessimistes, le montant de la pension de retraite ne représenterait que 61,7 % du salaire d'avant la retraite¹¹. L'héritage de programmes de protection sociale très complets donne à l'Europe et au Japon les pentes les plus dures à gravir. Le vieillissement y est plus rapide qu'en Amérique, alors que les promesses en matière de pensions sont globalement plus généreuses. Les filets de sécurité qui faisaient l'envie des travailleurs il y a une génération créent des montagnes de dettes pour les générations actuelles et futures.

Les États-Unis suivent de près l'Europe et le Japon dans une course qui n'accorde aucune gloire à ses vainqueurs. Le problème ne vient pas seulement du gouvernement fédéral. Une mesure cruciale de la dette implicite met en évidence la différence entre les actifs que les cinquante États détiennent collectivement dans leurs systèmes de retraite et les montants qu'ils doivent. Selon l'ONG Pew Charitable Trusts, le déficit collectif des fonds de pension des États a atteint le chiffre record de 1 200 milliards de dollars¹².

Les pensions des employés des gouvernements des États ne représentent qu'une fraction des créances sur les finances publiques. Si l'on y ajoute les coûts de la retraite et des soins médicaux pour des centaines de milliers de travailleurs employés au niveau fédéral, des États et des communes, y compris les enseignants, l'augmentation des passifs non capitalisés s'accroît fortement. Ensuite, il y a le secteur privé. Les régimes de retraite à versements fixes ont disparu dans de nombreux secteurs, mais ils posent toujours problème – et le gouvernement a promis de les soutenir *via* la Pension Benefits Guaranty Corporation (PBGC), société agréée par l'État. À l'heure actuelle, les régimes du secteur privé sous-financés pourraient imposer aux contribuables une facture de 185 milliards de dollars, et encore dans le meilleur des cas.

Les dépenses nationales en matière de santé augmentent encore plus vite que les engagements en matière de retraites.

En 2020, les dépenses pour Medicare, Medicaid, les assurances privées, les hôpitaux, les médecins et les services cliniques, les frais remboursables et les médicaments sur ordonnance ont augmenté de près de 10 % pour atteindre 5 400 milliards de dollars, ce qui représente 12 530 dollars par personne, soit près de 20 % du produit intérieur brut des États-Unis. Le gouvernement fédéral a pris à son compte plus d'un tiers de cette facture géante, et les ménages un quart. Les gouvernements des États et les administrations locales sont intervenus à hauteur d'un peu plus de 14 %, selon les Centers for Medicare and Medicaid Services¹³.

Ces pressions financières sont vouées à s'accroître. Jusqu'en 2028, les dépenses nationales de santé aux États-Unis devraient augmenter à un rythme annuel moyen supérieur à 5 %. La croissance projetée des inscriptions entraînera un sprint de Medicare qui dépassera les autres dépenses de santé nationales.

Un article publié en 2010 par le Bureau national de la recherche économique a révélé une mine terrestre sur le point d'exploser. Dans « La croissance des inscriptions en invalidité à la Sécurité sociale : une crise budgétaire en cours », David Autor et Mark Duggan constataient que la Sécurité sociale assure plus de 80 % des adultes américains non âgés contre le risque de maladie physique ou mentale invalidante, soit bien plus que par le passé¹⁴. Ils attribuaient l'expansion rapide des paiements à trois facteurs : la législation a abaissé le seuil d'attribution des prestations pour les travailleurs souffrant de mal de dos, d'arthrite et de maladie mentale. L'ajout d'avantages fiscaux pour les revenus d'invalidité a incité d'autant plus les travailleurs à rechercher ces prestations. Et une forte augmentation du nombre des femmes qui travaillent élargit le bassin des travailleurs assurés. Autor et Duggan ont noté que lorsque des affaires sont portées en appel, les jugements sont rendus en faveur des plaignants dans les trois quarts des cas.

Ainsi, les passifs non financés découlant du vieillissement de la population et d'un système de protection sociale par répartition pour les personnes âgées – retraite, soins médicaux, prestations d'invalidité et autres services – sont énormes

et explosent au fil du temps, en particulier dans les économies avancées, mais maintenant aussi dans certains marchés émergents vieillissants. Selon une estimation, les passifs des retraites servies par l'État, non financés ou sous-financés, dans les vingt premières économies membres de l'Organisation de développement et de coopération économiques (OCDE) se montent à environ 78 000 milliards de dollars ; il s'agit d'une estimation uniquement pour les pensions, sans tenir compte des soins de santé ou de l'invalidité. De toute évidence, la dette implicite est une bombe à retardement majeure et une grave mégamenace.

Résoudre le dilemme du vieillissement chagrine les politiciens comme les décideurs. Aucune solution ne plaira à tout le monde, et personne ne peut garantir non plus que des solutions draconiennes vont rétablir l'équilibre. Les priorités des uns et des autres entreront forcément en collision.

Tous les plans visant à alléger les coûts implicites impliquent une certaine forme de manquement aux promesses faites aux groupes d'intérêts influents. On ne peut manifestement pas priver les retraités des avantages qu'ils croient avoir gagnés à la sueur de leur front. Fort de ses 38 millions de membres, le lobby désormais désigné par le seul sigle AARP (pour *American Association of Retired Persons*) n'hésitera pas à s'opposer à pareille proposition. Relever l'âge de la retraite est un champ de mines politique.

Ajuster l'âge de la retraite aggraverait l'injustice. Un ample corpus de données indique que les titulaires d'emplois non manuels (« cols blancs ») survivent aux travailleurs manuels (« cols bleus ») qui, en moyenne, commencent à travailler avant l'âge de vingt ans et meurent à soixante-dix ans. Pourquoi ceux-ci devraient-ils subventionner les cols blancs qui terminent leurs études en fac entre vingt et vingt-cinq ans et ont plus de chances de bénéficier de la Sécurité sociale pendant deux décennies ou plus ? Autre possibilité : le gouvernement pourrait taxer davantage les salaires. Les jeunes travailleurs risquent de se rebeller, craignant une perte de salaire aujourd'hui et rien dans le frigo quand ils prendront

leur retraite. Une réduction du salaire net des travailleurs pourrait accroître la pression sur les employeurs pour qu'ils gardent les travailleurs en bonne santé, ce qui affecterait la rentabilité du secteur des entreprises.

Une possibilité de résoudre le problème du financement serait d'imposer un groupe comportant peu d'électeurs : les citoyens les plus riches qui exercent leur influence sur les législateurs avec des dons de campagne électorale somptueux. Taxer les milliardaires est peut-être une idée séduisante dans certains milieux progressistes, mais cela peut être aussi inefficace, voire contre-productif. Prendre ne serait-ce que des centaines de milliards de dollars à des milliardaires serait encore bien en deçà des passifs potentiels qui se chiffrent en milliers de milliards. En outre, personne n'a de meilleurs comptables capables de trouver les moyens de contourner de lourds impôts que les milliardaires. Financer des politiciens amis est toujours populaire. Si tout le reste échoue, les milliardaires opposés à l'augmentation des prélèvements du fisc – et même certains qui ne s'y opposeraient pas – peuvent se déplacer vers de nouvelles juridictions, ce qui réduit les rôles d'imposition au lieu de les étoffer.

Plus il y aura de travailleurs ayant droit au filet de sécurité, et plus la volonté politique faiblira, plus les passifs non financés augmenteront. Mater la Sécurité sociale, surnommée ici le troisième rail de la politique (celui qui est électrifié), est une entreprise si périlleuse que pratiquement aucun politicien n'ose proposer des réductions de son budget.

La hausse de l'espérance de vie et les nouvelles technologies médicales, autrefois un rêve de visionnaires, représentent désormais un cauchemar. Les économies avancées ont créé des filets de sécurité sociaux à une époque où de nombreux travailleurs décédaient avant l'âge de la retraite. Nous avons résolu le problème à un coût que personne n'avait prévu. La retraite à soixante-cinq ans déclenche un flux de prestations qui peut durer des décennies, et dépasse de loin le montant des charges sociales et cotisations. Maintenir en bonne santé des personnes âgées entraîne des coûts épuisants pour le secteur des soins médicaux. La question se pose encore

une fois : comment allons-nous payer toutes ces factures ? Esquiver la réponse a transformé un problème latent en une mégamenace volatile qui peut exploser au cours des deux prochaines décennies.

On notera également que le vieillissement de la population aggrave tout passif non capitalisé en freinant la croissance potentielle d'un pays. En effet, quelle que soit la tendance de la productivité (en termes de rendement par travailleur), une population active moins nombreuse réduit proportionnellement la croissance potentielle. De plus, la croissance de la productivité peut chuter avec le vieillissement. Elle dépend en grande partie de l'investissement dans de nouveaux capitaux productifs, mais le rythme des investissements diminue si on a moins de travailleurs. Ainsi, même la croissance de la productivité peut chuter avec le temps, car on a moins d'investissements. Il n'est pas surprenant que le Japon – l'économie avancée dotée du taux de vieillissement le plus élevé – ait connu une croissance en stagnation pendant la majeure partie de ce début de siècle.

Alors, comment booster la croissance potentielle ? Une solution partielle consisterait à accélérer l'immigration de jeunes travailleurs.

Et, de fait, si la croissance était robuste et les emplois abondants, l'immigration pourrait en partie résoudre le problème du vieillissement qui assaille les économies avancées. Davantage de travailleurs salariés pourraient cotiser à la Sécurité sociale et à la couverture des soins de santé. Un nombre accru de consommateurs alimenterait la demande, stimulant la croissance des revenus qui allège le fardeau de la dette actuelle et implicite.

Les immigrants affluant aux États-Unis peuplaient autrefois les usines et les entreprises du secteur tertiaire qui avaient besoin de travailleurs talentueux et industriels. La croissance économique dépendait de leur arrivée. La Statue de la Liberté accueillait « les masses innombrables des pauvres et des exténués du monde qui aspiraient à vivre libres ». Comme les temps ont changé ! La fièvre anti-immigration placerait une

nouvelle pancarte sur Dame Liberté, sur laquelle on lirait : *Pas de postes vacants.*

En tant qu'immigrant aux États-Unis, je déteste imaginer des portes closes. Comme des millions d'autres personnes qui ont grandi à l'étranger, je voyais l'Amérique comme une terre promise pleine de possibilités. Je suis arrivé en 1983 pour poursuivre des études supérieures, mais le travail m'a retenu ici en tant qu'universitaire, puis en tant que décideur politique, puis en tant que chef d'entreprise directeur d'un cabinet de conseil en économie. Ce cabinet de conseil a fini par avoir plus de cinquante employés, dont beaucoup, comme moi, étaient des immigrants. Les nouveaux travailleurs ont de superbes références en matière de création de richesses. Un gros titre du magazine *Forbes* proclamait en 2018 : « Cinquante-cinq pour cent des start-up américaines cotées en milliards de dollars ont un fondateur immigré¹⁵. »

L'économiste Dani Rodrik préconise des politiques qui encouragent les pays développés à accueillir les immigrants. Pourquoi ? Parce que la recherche établit un lien entre l'immigration et des taux de croissance économique plus élevés. Les travailleurs qualifiés se dirigent vers des régions où la croissance et la productivité sont fortes et les salaires meilleurs. Des immigrants motivés deviennent des créateurs de nouvelles entreprises, tendance particulièrement visible dans le domaine de la technologie de pointe. Entre-temps, les immigrants transfèrent leurs revenus dans leur pays d'origine *via* des envois de fonds qui contribuent à stabiliser ces économies en développement. L'essentiel, résume Rodrik, est qu'une immigration plus libre a un impact net beaucoup plus positif sur le produit intérieur mondial que la libéralisation des échanges commerciaux, des mouvements de capitaux ou des services financiers.

Selon la théorie économique classique, le libre-échange contribue au bien-être mondial. Il en est de même pour la libre circulation des personnes grâce à des politiques d'immigration qui maintiennent les frontières ouvertes. Imaginons deux pays. L'un a beaucoup de travailleurs et peu de capitaux. Les salaires seront bas. L'autre pays, plus avancé, a

beaucoup de capitaux et moins de travailleurs. Les salaires seront élevés. Lorsque la main-d'œuvre peut circuler librement, les salaires ont tendance à s'égaliser. Quelqu'un avec la même intelligence et les mêmes compétences potentielles aux États-Unis ou en Europe aura un revenu de quatre à cinq fois plus élevé que son homologue au Nigeria ou au Bangladesh. Le problème, c'est que les salaires moyens dans les économies avancées avec des salaires initiaux plus élevés auront tendance à baisser – ce qui explique en partie la résistance à l'immigration.

Ludwig von Mises, qui a inspiré des générations d'économistes austères de l'école dite autrichienne et de nombreux politiciens conservateurs modernes, était favorable à l'immigration. Mises estimait que, en forçant les gens à endurer des difficultés économiques, les barrières à l'immigration avaient finalement conduit à la guerre en Europe.

Néanmoins, convaincre les électeurs dans les économies avancées de prendre parti pour les immigrés n'est pas une tâche facile. Les raisons n'ont rien de mystérieux. Les salaires stagnent pour les travailleurs peu qualifiés – aussi bien les cols bleus que les travailleurs du secteur tertiaire – et l'immigration tend à les réduire davantage. Les nouveaux immigrants exercent une pression sur les services publics, des écoles au logement en passant par les soins médicaux, ce qui suscite davantage de ressentiment. Des migrants qui parlent une autre langue et viennent de cultures peu connues provoquent une réaction sociétale, en particulier lorsque des politiciens xénophobes les calomnient à des fins partisans.

Par le passé, des migrants qui cherchaient du travail dans d'autres pays étaient en concurrence sur le marché de l'emploi avec les autochtones de ces pays. De nos jours, ils sont en concurrence avec les algorithmes. L'intelligence artificielle érige une barrière résolument moderne contre l'immigration. À mesure que les robots remplaceront les ouvriers d'usine et les employés de bureau – dont beaucoup ont des qualifications professionnelles –, les immigrants qualifiés risqueront de ne pas trouver de travail et seront de plus en plus mal accueillis, vu qu'ils postuleront pour des emplois encore

plus rares. Dans les économies développées, les entreprises s'appuient de plus en plus sur les robots et l'IA pour gérer la réduction du nombre des travailleurs, compte tenu du vieillissement de la population.

Au Japon, où le travailleur moyen est plus âgé que partout ailleurs dans le monde industrialisé, le remède au vieillissement n'est pas l'immigration. Au lieu de quoi les employeurs japonais ont accéléré le passage à la robotique et à l'automatisation. Les employeurs du monde entier suivront probablement la même voie – remplacer les humains par des algorithmes. En concurrence sur un marché du travail plus étroit à mesure que progressera le chômage technologique, les travailleurs étrangers exacerberont les réactions de rejet contre l'immigration. Aux États-Unis, la politique migratoire de l'administration Biden n'est finalement pas très différente de celle de l'administration xénophobe Trump : confronté à un afflux de réfugiés économiques, climatiques et politiques d'Amérique centrale, Biden a fini par restreindre l'entrée aux États-Unis. Mais, comme nous le verrons dans des chapitres ultérieurs, le flux naissant d'immigrants potentiels des pays pauvres vers les pays riches grossira au cours des prochaines années à la suite d'une accumulation de facteurs négatifs – le changement climatique mondial, des États en situation d'échec, la montée de la violence, le sous-développement économique et la pauvreté – qui empireront avec le temps. Hélas, les portes et les frontières leur seront fermées, non seulement au Japon, mais aussi, et de plus en plus, aux États-Unis et en Europe.

L'avenir est sombre, et je suis désolé de le signaler. Même si les pays avancés pouvaient absorber un nombre sans précédent d'immigrants, les promesses de pensions de retraite et de couverture médicale aux travailleurs âgés deviendront intenables dans un avenir prévisible. Les emprunteurs publics et privés se disputeront les fonds disponibles. Les pays qui peuvent imprimer de l'argent feront marcher la planche à billets. D'autres seront brusquement en défaut de paiement ou connaîtront une inflation élevée, autant d'invitations au chaos social qui stimule les conflits et accélère l'émigration.

Alors, que devraient faire les gouvernements face à toutes ces pressions ? Il y a une tentation accablante : injecter de l'argent. Un problème ? Par ici la monnaie ! Facilitons l'emprunt pour les consommateurs. Adoptons des projets de loi sur la dépense publique autorisant les gouvernements à emprunter des sommes plus massives. Le chapitre 4 explore cette éternelle tentation. Grâce aux niveaux d'endettement et aux défis démographiques, l'impression de billets conduisant à toujours plus d'emprunts bon marché et de cycles expansion-récession constitue désormais une mégamenace.