

# **La croissance mondiale ne rime plus forcément avec celle du commerce mondial**

Entretien avec Pascal Blanqué \*

---

## **La guerre en Ukraine et les tensions géopolitiques signent-elles la fin de la mondialisation ?**

J'y ajouterais la crise du Covid-19. Nous sommes désormais dans un monde où la croissance mondiale ne rime plus forcément avec celle du commerce mondial. Cette tendance a d'ailleurs commencé par la guerre tarifaire déclenchée par Donald Trump. Pendant trente-cinq ans, nous avons vécu avec une plateforme manufacturière asiati- que, surtout chinoise, et une Chine accumulant des réserves de change grâce à ses exportations vers le monde entier facilitées par la faiblesse du yuan. Cette situation a orienté l'inflation, le coût du capital et les taux d'intérêt à la baisse dans les pays occidentaux. Elle a engendré dans ces derniers un régime de capitalisme financier au détriment de la création de capital physique et tangible. Le résultat est un sous-investissement dans les capacités de production manufacturière et dans les entreprises de la vieille économie. C'est d'ailleurs l'une des raisons de la résurgence de l'inflation. La hausse des prix n'est pas uniquement liée aux goulets d'étranglement occasionnés par la crise pandémique, c'est aussi la conséquence d'une attrition des capacités de production qui ne peuvent plus faire face à un choc de demande.

Parallèlement, les Occidentaux ont surinvesti dans la haute technologie en prenant le risque de créer des bulles financières. Autre- ment dit, nous avons mal alloué le capital en investissant plus dans la sphère financière que réelle et plus dans la technologie que dans l'industrie manufacturière. La situation de stagflation dans laquelle nous sommes aujourd'hui résulte de cette mauvaise allocation du capital. La grande erreur des Occidentaux est d'avoir considéré cette plateforme manufacturière chinoise comme une composante acquise et durable de la mondialisation.

## **Sortir de cette dépendance chinoise par la relocalisation d'activité est-elle une solution viable ?**

La crise du Covid va accélérer le rapatriement partiel ou total des chaînes de valeurs. Parallèlement, on assiste à l'émancipation du cycle de la Chine,

dont les fondamentaux économiques ont divergé du reste de l'économie mondiale. A l'Ouest, on constate une situation de sous- investissement chronique, à laquelle s'ajoute le besoin de financement de biens publics, que ce soit dans le domaine de l'éducation, de la transition énergétique, de la défense ou des infrastructures. Ces besoins importants de financement devront être partagés entre les sphères publique et privée, avec un « policy mix » qui ne pourra être qu'accommodant. Du côté des entreprises, il va falloir modifier la relation entre rendement du capital, salaires et investissement. Le triangle – maximisation de la rentabilité du capital, compression des salaires et des dépenses d'investissement – qu'on a connu pendant ces trente dernières années va devoir évoluer. Il va falloir redécouvrir les vertus de la vieille économie. C'est peut-être moins glamour mais c'est nécessaire car la Chine ne va pas faire nos investissements, en particulier dans la transition énergétique.

**Vous attendez-vous à l'émergence d'un monde fragmenté en blocs rivaux ?**

C'est ma conviction. Pendant trente ans, les marchés internationaux étaient étroitement corrélés. Nous assistons à une fragmentation financière considérable avec la fin du grand consensus monétaire où nous avions une banque centrale indépendante avec un outil – le taux directeur – et un objectif – maîtriser l'inflation. Aujourd'hui tout le système a implosé et chaque banque centrale mène sa propre politique. Tout cela conduit, pour les investisseurs, à une fragmentation du paysage obligataire. La croissance économique va devenir plus régionale avec la recomposition des chaînes de valeurs. Géopolitiquement, nous sommes probablement au début de la fin d'un système monétaire international centré sur le dollar américain. Nous allons vers un système multipolaire où le dollar jouera toujours un rôle majeur mais où le yuan va monter en puissance. La Chine dont le modèle est moins tourné vers les exportations n'a plus besoin d'une monnaie faible ni d'accumuler des réserves de change mal rémunérées. L'internationalisation de la monnaie chinoise va la conduire à s'apprécier. Le yuan va devenir le deutsche mark du nouveau système monétaire international

De plus, nous assistons à une mutation du recyclage de l'épargne mondiale. Il va plus s'effectuer à l'intérieur d'un pays ou d'un groupe de pays que sur un marché financier globalisé. Un peu à l'instar du Japon où l'épargne interne finance l'endettement public.

**Avec la résurgence de l'inflation, les banques centrales resserrent les conditions du crédit. Or la croissance faiblit nettement. N'est-ce pas paradoxal ?**

Si les banques centrales veulent sérieusement combattre l'inflation, elles vont devoir relever leurs taux directeurs plusieurs centaines de points de base au-dessus du taux neutre. Pourquoi ? Parce qu'elles partent de très loin et qu'il faut dix-huit mois pour observer le premier impact sur les prix. Si elles s'engagent sur cette voie, la probabilité de récession et d'effondrement des marchés financier est élevée. Je pense qu'elles ne prendront pas ce risque. Le mix politique budgétaire/politique monétaire va donc rester accommodant. Ne serait-ce que pour financer les investissements que j'ai évoqués auparavant. Ces dépenses pourront difficilement être financées par des hausses d'impôts. Ce sera principalement par de la dette publique. Et il faudra en accepter les conséquences : des taux d'intérêt et une inflation plus élevés. C'est le retour aux années 1970.

*(\*) Pascal Blanqué, économiste et historien, est président du Amundi Institute. Le groupe Amundi est le leader européen de la gestion d'actifs.*