

## AKINARI HORII

Conseiller spécial et membre du conseil d'administration du Canon Institute for Global Studies, ancien gouverneur adjoint à la Banque du Japon

### Jean-Claude TRICHET

Akinari, vous avez la parole.

### Akinari HORII

Merci, Monsieur le président. Je voudrais discuter de trois questions, en consacrant une minute à chacune. L'une concerne les perspectives de croissance économique mondiale, la deuxième l'inflation et la déflation et la troisième les systèmes financiers. En ce qui concerne la première, les perspectives de croissance, les économistes sont en général très pessimistes à l'égard de la croissance économique mondiale de l'année prochaine. Je suis toutefois un peu plus optimiste, car pour le moment, trois éléments principaux exercent des pressions à la baisse sur cette croissance économique.

L'un d'entre eux concerne le différend commercial entre la Chine et les États-Unis. Les deux pays réduisent non seulement le volume des échanges entre eux, mais freinent aussi les investissements des entreprises. La Chine et ses partenaires commerciaux ont accru l'incertitude qui plane sur les perspectives commerciales. Cependant, concernant ce qui a été convenu par les États-Unis et la Chine hier ou il y a deux jours, les États-Unis et la Chine vont parvenir à un accord. Je ne le qualifierais pas de traité de paix permanent ni quoi que ce soit du même genre. Juste de trêve temporaire, mais je suis quasi certain que M. Trump comprend les implications de ces questions pour la croissance économique aux États-Unis, et l'élection présidentielle approche. À mon avis, cet élément se relâchera. Je suis peut-être trop optimiste, mais c'est en tout cas le premier point que je voulais soulever.

Le deuxième élément est un ralentissement rapide de la croissance économique de la Chine, qui est imputable selon moi, au désendettement dans la région. Compte tenu de la dette considérable qui s'y est accumulée, les autorités chinoises sont suffisamment intelligentes pour freiner la tendance. C'est une bonne chose pour la viabilité à long terme de la croissance économique de la Chine, mais cela la freine sur le court terme. Là encore, les autorités chinoises semblent préoccupées par les pressions excessives à la baisse, de sorte qu'au cours des derniers mois, la politique monétaire a été assouplie. Les contrôles de l'État sur les entreprises publiques ont également été assouplis. Ces deux éléments négatifs auront tendance à s'affaiblir quelque peu.

Le troisième élément est le plus important pour les développements cycliques. Dans l'économie mondiale, la fabrication est en grande partie influencée par le cycle dit du silicium. La production de biens et de machines informatiques est régie par les forces cycliques du stockage et du déstockage. Ces cycles se déclinent généralement deux ans en hausse et deux ans en baisse. La phase d'expansion la plus récente a commencé début 2016 et a culminé début 2018. Si la règle des deux ans se maintient, alors ce sera début 2020 ou vers le début de l'année que le cycle touchera son point bas et commencera à se redresser.

C'est une bonne chose. Si le développement de la 5G et de l'Internet des objets s'accélère, le creux économique viendra plus tôt et la reprise qui suivra s'accélélera. Cela concerne les perspectives de croissance économique. En ce qui concerne la faible inflation, j'ai discuté de cette question il y a deux ans. Les souvenirs douloureux de la crise financière mondiale restent intacts dans l'esprit des dirigeants et des travailleurs. En dépit d'une bonne performance économique ces dernières années, les travailleurs ont toujours ce sentiment d'insécurité de l'emploi. Les dirigeants d'entreprise pensent qu'une pénurie de liquidités pourrait survenir à tout moment. J'ai également discuté de la manière dont la concurrence mondiale a exercé une pression à la baisse sur les prix, tout comme la révolution IT / IA.

Ainsi que je l'ai évoqué il y a deux ans, cet élan n'a pas disparu mais il ralentit. L'influence de la Chine sur la déflation mondiale arrive à son terme en raison des fortes augmentations de salaires dans le pays. En outre, les différends

entre les États-Unis et la Chine limiteront sans doute l'influence chinoise sur les prix aux États-Unis et ailleurs. En ce qui concerne la révolution informatique, c'est le genre de choses qui dépend des réglementations. Petite remarque à ce sujet : l'inflation a historiquement explosé lorsque la psychologie de l'inflation a repris. Il est très difficile d'analyser la psychologie des personnes, mais à cet égard, l'élection présidentielle de 2020 pourrait changer toute la dynamique. Sous réserve que l'élection désigne un président progressiste. Nous savons tous combien la politique américaine a radicalement changé par le passé, de Jimmy Carter à Reagan, etc.

Si c'est le cas pour l'élection présidentielle américaine de 2020, le nouveau président formulera des politiques de gauche, y compris une couverture d'assurance maladie universelle. C'est une bonne chose pour le peuple américain, mais cela pourrait faire évoluer sa psychologie. Plus précisément, la psyché pourrait devenir plus sujette à l'inflation, à l'instar d'un épisode enregistré au milieu des années 1960, quand en 1965 l'administration Johnson a préconisé une politique des canons et du beurre pour introduire Medicare et Medicaid. Une démarche qui a conduit à une flambée des prix des produits médicaux, déclenchant la psychologie de l'inflation. Car la question porte bien sur l'inflation.

Quant aux systèmes financiers, il s'agit là de ma plus grande préoccupation. Pour être précis, une dette considérable a été accumulée sur le marché mondial, avec des taux d'intérêt négatifs, y compris le marché obligataire japonais et les dettes européennes. Les taux négatifs ne concernent pas de simples émissions à court terme, mais aussi des obligations d'État à long terme et des obligations d'entreprises à moyen terme. Les taux d'intérêt négatifs sont à mon sens contre-intuitifs, bien que les macroéconomistes les imputent à des anticipations déflationnistes. Sérieusement ?

Je ne connais aucune enquête qui soutienne les anticipations d'inflation négatives sur 10 ans ou plus. Il faut aussi garder à l'esprit que détenir des actifs à revenu fixe comporte des risques, non seulement d'inflation et de déflation, mais aussi de nombreux autres. Notamment la volatilité des prix, qui n'est pas liée à l'inflation. Les débiteurs peuvent faire défaut et des primes de liquidité doivent alors être payées. En outre, les titulaires peuvent décéder avant l'échéance. À mon avis, les taux d'intérêt négatifs ou les rendements négatifs défont ces risques.

Les investisseurs détiennent simplement des dettes à long terme portant des taux d'intérêt négatifs pour obtenir un gain d'arbitrage. Ils espèrent gagner de l'argent longtemps avant l'échéance, et pouvoir échapper à d'éventuels pics de taux d'intérêt. Une telle prise de décision, basée sur la beauté du jeu, crée une bulle. En cas d'éclatement, nombre d'investisseurs institutionnels font faillite. Ce qui peut entraîner une course systémique sur l'industrie de la gestion d'actifs.

En effet, une fois que les investisseurs se ruent sur les ventes d'obligations, certains gestionnaires d'actifs se heurtent à une pénurie de liquidités sur les marchés obligataires, ce qui rend difficile l'exécution des ordres de vente. Il en résulte une pénurie de liquidités. N'oubliez pas que plusieurs sociétés de gestion d'actifs détiennent des actifs sous gestion pour un montant de plusieurs milliards de dollars. C'est un problème délicat. Vu sous un autre angle, j'en avais aussi parlé il y a deux ans.

#### **Jean-Claude TRICHET**

Akinari, j'aimerais vous poser une question. Dites-moi si j'ai raison, mais j'ai l'impression que, pour ce qui est de la croissance mondiale, vous êtes relativement optimiste, un peu plus même que le courant dominant.

#### **Akinari HORII**

Absolument.

#### **Jean-Claude TRICHET**

Deuxièmement, pour ce qui est de sortir du régime d'inflation très faible, vous êtes raisonnablement optimiste là aussi. Le pari est que le nouveau président américain changera les choses, renversera la donne si je puis dire. Cependant, compte tenu de tout cela, vous voyez la situation comme très différente de l'inflation très faible que nous avons aujourd'hui, qui incite les banques centrales à se montrer extrêmement accommodantes.

#### **Akinari HORII**

Oui, tout à fait, c'est bien ce que j'ai voulu dire.

**Jean-Claude TRICHET**

C'est ce que j'ai compris pour le deuxième point. Paradoxalement, sur le troisième point, vous vous montrez très pessimiste, comme un certain nombre d'entre nous, et vous voyez une crise dramatique se profiler.

**Akinari HORII**

J'y viens. En ce qui concerne les récents taux d'intérêt japonais, bas ou négatifs, qui sont les principaux investisseurs ? Des investisseurs basés sur le dollar, notamment des investisseurs américains, qui achètent des obligations à des taux d'intérêt négatifs. Pourquoi ? À cause d'un grand écart entre le LIBOR et l'OIS. Le marché souffre d'une pénurie de liquidités. Pourquoi donc ? Parce que les grandes banques hésitent à exercer des activités de tenue de marché.

Elles craignent que l'arbitrage sur le LIBOR et l'OIS les oblige à développer leurs bilans, ce qui nécessite d'énormes capitaux et liquidités. Comme je l'ai dit il y a deux ans, Bâle III et Dodd-Frank exigent trop ce genre de choses. Par conséquent, la propagation du LIBOR est vaste. Du point de vue des investisseurs américains, sur la base d'un *swap*, l'acquisition d'obligations japonaises leur assure un profit par rapport à des avoirs du Trésor américain. C'est en partie la raison pour laquelle les investisseurs américains achètent des obligations japonaises à taux d'intérêt négatifs.

**Jean-Claude TRICHET**

Je comprends, c'est très intéressant, cet élément de spéculation que vous avez sur votre marché, Akinari. Nous avons beaucoup de citoyens américains ici et nous aimerions beaucoup entendre leur sentiment sur ce qui se passe sur le marché des obligations japonaises. C'est très stimulant, mais puis-je vous demander de conclure ?

**Akinari HORII**

Aucun souci. En ce qui concerne ces types de réglementations faussées, d'une part, il existe des réglementations strictes sur les banques et beaucoup moins sur les banques parallèles, y compris les sociétés de gestion d'actifs. Cela aggrave les déséquilibres déjà présents. Étant donné que les spéculations à court terme sont très répandues, cela va se dénouer un jour et pourrait créer un fiasco dans le système. C'est ma principale préoccupation.

**Jean-Claude TRICHET**

Ce que vous avez dit est très important. Je crains que nous ne trouvions d'autres poches dans le monde, de financement et de marchés, qui abritent également des comportements spéculatifs, des comportements anormaux et des bulles. Cependant, les vôtres sont gigantesques et très impressionnants.

**Akinari HORII**

Cela étant dit, les banques centrales accordent trop d'importance à la politique de lutte contre la déflation.

**Jean-Claude TRICHET**

Les banques centrales sont désormais les seuls acteurs disponibles dans de nombreux pays, dont le Japon. C'est une situation très anormale, et nous en discuterons.