

Intervention au G30 par téléphone le 26 avril 2020

Jacques de Larosière

Membre de l'Académie des sciences morales et politiques

Il se peut bien que nous soyons dans la phase la plus « facile » de la crise financière actuelle. Le financement monétaire (ou l'aisance quantitative permanente) semble être la règle du jeu. Mais les questions fondamentales à long terme ne sauraient être ignorées pour autant :

1) Qui paiera le prix de la monétisation des dettes ?

- l'inflation ? : il est de bon ton de dire « qu'elle ne reviendra jamais », mais on a du mal à le croire ;
- l'impôt ? : cela semble inévitable, mais on n'en parle pas ;
- la perte de crédibilité dans la monnaie ? ; qui s'en soucie ?

2) L'endettement- déjà à l'origine de l'instabilité de notre système financier- va atteindre après la crise des montants monumentaux ;

Que faire ?

- supprimer les écarts de taux par les achats des banques centrales, mais cela ne peut faire disparaître la question lancinante de la soutenabilité des dettes ;
- accorder - comme il serait souhaitable - davantage de subventions et des injections de capital (parce qu'une partie importante des crédits garantis ne pourra pas, en fait, être repayée) ;
- initier, de façon pragmatique et dédramatisée, et en étroite liaison avec les marchés, des négociations sur les restructurations qui s'avèrent inévitables -en recourant éventuellement à des instruments perpétuels- ;
- ou, à défaut, prétendre que l'endettement peut être indéfiniment logé dans les bilans des banques centrales.

3) Si c'est cette dernière hypothèse qui prévaut, l'avenir de l'économie de marché serait menacé.

- Si l'on devait forcer les taux à zéro (ou moins) pendant des périodes indéfinies afin de résoudre les problèmes du service de la dette, les banques centrales finiraient par détenir l'essentiel des engagements d'une économie, ce qui changerait le paradigme d'un système fondé sur la libre prise de risques et érigerait le hasard moral en un principe universel ;
- Il est simpliste de penser que la monétisation des dettes et la fixation de taux zéro ou négatifs pendant de très longues durées sont de nature à régler les problèmes des dettes excessives : en effet, la recherche a démontré que de tels taux d'intérêt favorisent la détention d'avoirs liquides au détriment de placements en titres à long terme porteurs d'investissements productifs (ces derniers ont, de fait, considérablement baissé depuis un dizaine d'années). Quel sombre avenir prépare-t-on à nos enfants et petits-enfants : davantage de dettes et de création monétaire, dans une économie déclinante, alors que le seul vrai moyen de traiter la dette est le retour à la croissance.

Version anglaise

Intervention at the G30 on april 26 2020

Jacques de Larosière

We may well be in the « easy » phase of the financial crisis.

Monetary financing (or permanent QE) seems to be the name of the game.

But fundamental long term issues cannot be ignored:

1. In the end, who will pay?

- inflation (it is fashionable to say that "it will never come back", but it is hard to believe);
- more taxation (seems inevitable but seldom mentioned),
- loss of trust in currencies (likely, but one doesn't seem to care much about it?)

2. Excessive debt -already at the root of our financial instability- will reach, after the crisis, monumental magnitudes.

What to do?

- curb market spreads with QE, but that can't eliminate nagging questions on fiscal sustainability,
- provide - as I believe we should- more grants and capital injections instead of more and more debt (because a large part of the additional, fiscally guaranteed, credits to economic agents are, in fact, not repayable),
- engage in pragmatic, de-dramatized, market-based, restructurings where needed -including looking at the idea of perpetual instruments -(I think we should),
- or pretend that we can, with impunity, push all those debts under the rug of central bank balance sheets for ever.

3. If the latter were the choice, my concern is about the future of our market economy:

- if interest rates are going to be forced to zero (or less) for indefinite periods in order to solve the debt servicing problems, central banks will eventually end up holding the bulk or a large part of the liabilities of the economy, thus changing the whole paradigm of a private system based on market risks and incentives, and erecting moral hazard as a universal principle.
- it is simplistic to believe that monetary financing and low interest rates will fundamentally take care of debt problems: it is economic growth that eventually solves those issues. But research shows that zero or negative interest rates for long are favoring liquid holdings and discouraging productive investment (the latter has been dwindling over the last ten years). What a bleak future we are preparing: more debt and more easy money combined with a declining private market economy!