

Macroeconomic policy for the long term

One of the characteristics of human activity is to systematically favour the short term.

This has been all too evident in the case of ecology: human interventions on nature, focused on immediate gains, have led to the degradation of ecosystems to the point where the survival of the planet itself is threatened. The same applies to macroeconomic matters.

For the last 40 years or so, what have we been seeing?

Firstly, this preference for the short term tends to favour credit over equity financing. This attraction for leverage has, in itself, many problematic consequences:

- the balance sheets of economic agents end up being blown out: too many borrowers are over-exposed and therefore vulnerable to the slightest cyclical slowdown;

- living "on credit" means anticipating future spending thanks to the lending capacity of an increasingly innovative financial system. But debt financing of current (non-revenue-generating) expenditures poses a fundamental problem in the long term (how to repay the credit?). The development of this debt spiral eventually "over-exposed" the entire financial system, leading to the outbreak of numerous serious financial crises. The absence of an international monetary system since the fall of Bretton Woods has played a decisive role in this crazy debt race that characterizes our world without discipline.

The paradox is that we love stimulating deficits, but we disapprove of the overhanging debt.

To be reassured, it is said that, after all, the accumulation of debts is not so serious because interest rates at zero make the service painless.

Unfortunately, this policy of financial repression has serious consequences in the medium and long term. The "liquidity trap" encourages investors to hold liquid, speculative or real estate assets (which favours asset bubbles) and diverts them from productive investments that have been falling over the past decade at the expense of productivity gains and future growth. This long-term cost of a continuously expansionary monetary policy in all phases of the cycle is hardly ever mentioned. Neither is the possibility of a spontaneous return of the markets to a more "normal" steepening of the yield curve.

It is fashionable today, in the face of a weakening monetary policy trapped - and exhausted-in the "lower zero bound," to advocate the merits of fiscal stimulus. But here again, it means forgetting that the burden of debt lies ahead of us and will not disappear, even if rates are kept low. In fact, the very effectiveness of this policy is questionable : it is increasingly clear that the strength of the multiplier is eroding as public debt rises. Macroeconomic uncertainty also tends to blunt the effectiveness of stimulus, as has been demonstrated in the recent literature¹.

§§

¹ See E. Pappa, « Fiscal rules policy and Macroeconomic Stabilization in the euro area », University Carlos III, November 2020.

In short, advocating the old recipe of fiscal stimulus without even mentioning the role of debt dynamics seems surprising. Perhaps this can be explained by the fact that our American friends are less concerned than others about the sustainability of their debt : when you issue the international currency, you are probably more serene in this respect. However, the budgetary constraint does not disappear even in the United States, it is only farther away...

But, more importantly, the long-term social consequences of the world we have created are often overlooked. However, as our President has just reminded us in a visionary article which I strongly recommend reading, society and democracy are threatened by recent developments, themselves aggravated by the corona virus crisis. Our democracies, are not only under attack from containment; they are being challenged in a more fundamental way.

Who can believe that unemployment will not worsen as a result of the structural changes that are taking place?

Who can imagine that a credit-based economy, in which structural reforms are forgotten since "public money costs nothing", will be able to cope with the environmental challenges and those of a resurgence of future investments in research, education, health and training?

Who will have the common sense to point out that economic growth is always the result of work, risks borne by savers if they are adequately remunerated?

Who will argue that we can continue to enhance today's inequalities in the face of a generation of young people uncertain of their future?

These are the challenges that need to be addressed now. And this does not involve short-term action to increase budget deficits which most often finance current expenditures.

Jacques de Larosière

Une politique macroéconomique à long terme

L'une des caractéristiques de l'activité humaine est de privilégier systématiquement le court terme.

Cela n'a été que trop évident dans le cas de l'écologie : les interventions humaines sur la nature, focalisées sur des gains immédiats, ont conduit à la dégradation des écosystèmes au point que la survie de la planète elle-même est menacée. Il en va de même pour les questions macroéconomiques.

Depuis une quarantaine d'années, qu'avons-nous vu ?

Tout d'abord, cette préférence pour le court terme tend à favoriser le crédit au détriment du financement par actions. Cette attraction pour l'effet de levier a, en soi, de nombreuses conséquences problématiques :

- les bilans des agents économiques finissent par être soufflés : trop d'emprunteurs sont surexposés et donc vulnérables au moindre ralentissement conjoncturel ;

- vivre "à crédit", c'est anticiper les dépenses futures grâce à la capacité de prêt d'un système financier de plus en plus innovant. Mais le financement par l'emprunt des dépenses courantes (non génératrices de revenus) pose un problème fondamental à long terme (comment rembourser le crédit ?). Le développement de cette spirale de l'endettement a fini par "surexposer" l'ensemble du système financier, ce qui a conduit à l'éclatement de nombreuses crises financières graves. L'absence de système monétaire international depuis la chute de Bretton Woods a joué un rôle déterminant dans cette course folle à l'endettement qui caractérise notre monde sans discipline.

Le paradoxe est que nous aimons les déficits mais que nous désapprouvons l'accumulation de la dette.

Pour être rassuré, on dit qu'après tout, l'accumulation de dettes n'est pas si grave car les taux d'intérêt à zéro rendent le service indolore.

Malheureusement, cette politique de répression financière a de graves conséquences à moyen et long termes. La "trappe à liquidité" encourage les investisseurs à détenir des actifs liquides, spéculatifs ou immobiliers (ce qui favorise les bulles d'actifs) et les détourne des investissements productifs qui ont chuté au cours de la dernière décennie au détriment des gains de productivité et de la croissance future. Ce coût à long terme d'une politique monétaire continuellement expansionniste dans toutes les phases du cycle n'est pratiquement jamais mentionné. Pas plus que la possibilité d'un retour spontané des marchés à une pente plus "normale" de la courbe des taux.

Il est à la mode aujourd'hui, face à une politique monétaire affaiblie, piégée - et épuisée - dans la "borne inférieure zéro" (*zero lower bound*), de vanter les mérites de la relance budgétaire. Mais là encore, c'est oublier que le poids de la dette est devant nous et ne disparaîtra pas, même si les taux sont maintenus à un niveau bas. En fait, l'efficacité même de cette politique est discutable : il est de plus en plus évident que la force du multiplicateur s'érode à mesure que la dette publique augmente. L'incertitude macroéconomique tend également à émousser l'efficacité des mesures de relance, comme l'a démontré la littérature récente.

*

En bref, préconiser la vieille recette de la relance budgétaire sans même mentionner le rôle de la dynamique de la dette a de quoi surprendre. Cela s'explique peut-être par le fait que nos amis américains sont moins préoccupés que d'autres par la viabilité de leur dette : lorsque vous émettez la monnaie internationale, vous êtes probablement plus serein à cet égard. Cependant, la contrainte budgétaire ne disparaît pas même aux États-Unis, elle est seulement plus lointaine...

Mais, plus important encore, les conséquences sociales à long terme du monde que nous avons créé sont souvent négligées. Or, comme notre président vient de nous le rappeler dans un article visionnaire dont je recommande vivement la lecture, la société et la démocratie sont menacées par les récents développements, eux-mêmes aggravés par la crise du coronavirus. Nos démocraties ne sont pas seulement attaquées par le confinement, elles sont aussi remises en cause de manière plus fondamentale.

Qui peut croire que le chômage ne va pas s'aggraver en raison des changements structurels en cours ?

Qui peut imaginer qu'une économie fondée sur le crédit, dans laquelle les réformes structurelles sont oubliées puisque "l'argent public ne coûte rien", pourra faire face aux défis environnementaux et à ceux d'une reprise des investissements futurs dans la recherche, l'éducation, la santé et la formation ?

Qui aura le bon sens de rappeler que la croissance économique est toujours le résultat du travail, des risques financés par les épargnants s'ils sont correctement rémunérés ?

Qui soutiendra que nous pouvons continuer à accroître les inégalités d'aujourd'hui face à une génération de jeunes incertains de leur avenir ?

Tels sont les défis qu'il faut relever dès maintenant. Et cela ne passe pas par une action à court terme visant à accroître les déficits budgétaires qui financent le plus souvent les dépenses courantes.

Jacques de Larosière