

Eurofi / Faculté de Droit de Harvard

**Quel est le bon dosage de politiques macroéconomiques
pour une reprise économique durable ?**

Échange de vues entre Larry Summers et Jacques de Larosière

18 février 2021

MOT DE BIENVENUE

David Wright, président d'Eurofi ; ancien secrétaire général de l'OICV

Notre première session porte sur le bon dosage de politiques macroéconomiques pour une reprise économique durable, et nous avons deux personnes vraiment exceptionnelles pour en discuter. Nous avons Larry Summers, qui est professeur à l'université Charles W. Elliot et président émérite de l'université de Harvard. Il a été le 71^e secrétaire au Trésor du Président Clinton et le directeur du Conseil économique national du Président Obama, et auparavant, il a été l'économiste en chef de la Banque mondiale.

Il prendra la parole le premier et sera suivi par Jacques de Larosière, président honoraire d'Eurofi, qui a eu une carrière publique des plus distinguées en tant que directeur du Trésor français, directeur général du FMI, gouverneur de la Banque de France et président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement. Merci beaucoup à tous les deux par avance. Puis-je me tourner à présent vers le président émérite Larry Summers ?

TABLE RONDE D'OUVERTURE : QUEL EST LE BON DOSAGE DE POLITIQUES MACROÉCONOMIQUES POUR UNE REPRISE ÉCONOMIQUE DURABLE ?

**Larry Summers, président émérite de l'université de Harvard ; ancien secrétaire,
Département du Trésor américain**

Merci beaucoup. C'est un privilège de me trouver avec vous. C'est un privilège de me trouver avec mon ami Hal Scott, dont le travail à la Faculté de Droit de Harvard contribue grandement à établir des liens au niveau international en ce qui concerne les questions relatives aux services financiers. J'aperçois Ken Bentsen, et j'ai de bons souvenirs de son passage au Congrès et de notre travail commun. Je suis particulièrement honoré de dialoguer avec Jacques de Larosière, duquel j'ai tant appris puisque nous avons travaillé ensemble à divers titres pendant près de trente ans. Il est sans conteste l'un des plus hauts responsables financiers de notre génération.

Je dois dire que j'ai été conduit par les événements à adopter une perspective plus proche de celle que Jacques a souvent et que je n'en ai l'habitude. En général, je pense que Jacques et moi avons eu un dialogue productif et des échanges de vues très utiles au fil du temps. Je dois dire que j'ai écouté les points de vue de Jacques avec beaucoup de respect à mon grand bénéfice. Je pense

qu'il y a eu une certaine différence d'approche dans nos orientations la plupart du temps. J'ai été, en général, préoccupé par le maintien de la demande globale et par les conséquences négatives de la sous-utilisation des ressources à divers égards. J'ai eu le sentiment que les dettes peuvent être gérées, et j'ai eu le sentiment que des taux d'intérêt plus bas représentaient un carburant souhaitable pour l'investissement, et j'ai donc eu tendance à soutenir les politiques expansionnistes qui tendaient à analyser l'économie en termes relativement keynésiens.

Jacques, je crois juste de le dire, a été plus prudent que moi en ce qui concerne les excès budgétaires et plus préoccupé par la contribution potentielle aux bulles financières d'une politique monétaire facile. Il s'est montré plus préoccupé par l'instabilité qui pourrait éclater, avec une crainte profonde et la reconnaissance de la première obligation des autorités financières d'éviter l'inflation et aussi, une tendance à mettre davantage que moi l'accent sur l'idée que les vrais problèmes ne peuvent pas être résolus par une solution monétaire mais doivent être traités de manière structurelle. Cette différence de perspective est quasiment présente depuis que nous nous sommes rencontrés au début des années 1990. Parfois, elle a conduit à des changements de point de vue substantiels ; parfois, elle n'a pas conduit à des différences de point de vue notables.

Les États-Unis se sont aujourd'hui lancés dans une expérience d'une audace tellement radicale, tant sur le plan fiscal que monétaire, que je me retrouve, à court terme, absorbé par le type de préoccupations qui étaient traditionnellement celles de mon ami Jacques. Cela fait maintenant sept ou huit ans que je mets en garde contre la stagnation séculaire. J'ai cru et je continue de croire que, dans le monde industriel, toute une série de changements structurels ont conduit à une situation où l'épargne privée dépasse naturellement l'investissement privé à des taux d'intérêt raisonnables, et que nous allons donc devoir nous accommoder d'un niveau de taux d'intérêt très différent, plus bas, et de politiques budgétaires plus expansionnistes que ce à quoi nous étions habitués.

Je dois dire que je n'aurais pas pu rêver ni imaginer que les États-Unis entreraient dans une nouvelle année quand le taux de chômage s'établissait à 6,3 %, quand le CBO prévoyait qu'à la fin de l'année l'écart du PIB serait de l'ordre de 2%, que l'écart entre le revenu du travail et son niveau tendanciel normal associé aux bouleversements du Covid était de l'ordre de 1.5%, lorsque les stabilisateurs automatiques fonctionnaient, et qu'il y avait un excédent important d'épargne privée non dépensée de l'année passée qui représentait 3 à 4 % du PIB en fonds que les gens auraient dépensés en temps normal mais qu'ils n'avaient pu le faire. Face à tout cela, les États-Unis se sont lancés dans un programme budgétaire représentant 14 % du PIB sans un sou d'investissement public envisagé à long terme, entièrement sous forme de paiements de transfert. Le président de la Réserve fédérale a répondu à cela en disant que son principal souci était le ralentissement économique et la justice sociale par la promotion de l'emploi et qu'il considérait l'inflation comme une préoccupation tout à fait secondaire dans ce contexte, à la fois parce qu'il pensait qu'elle resterait en dessous de l'objectif et parce qu'il s'attendait à ce que, si elle venait à être supérieure à l'objectif, cela ne poserait pas de problème puisqu'elle était auparavant en dessous de l'objectif.

Je n'aurais pas pu imaginer une révolution keynésienne de cette ampleur. Je pense que nous apprendrons beaucoup sur le fonctionnement des économies à partir d'une expérience de ce genre. C'est l'essence même de la science que les astronomes tirent les meilleurs enseignements des supernovas, que les biologistes tirent les meilleurs enseignements des microscopes les plus puissants et que les thermodynamiciens tirent les meilleurs enseignements des environnements dans lesquels des pressions extrêmes sont exercées sur les gaz. Il est toujours vérifié que, lorsque vous sortez des variables de leur plage normale, vous en apprenez beaucoup plus sur les relations que vous ne pouviez le faire auparavant.

Je ne sais pas ce qui va se passer. J'ai l'impression qu'il existe au moins un risque réel que la politique budgétaire et monétaire s'avèrera excessive et que les forces inflationnistes, tant sur les marchés des produits et du travail que sur les marchés des actifs, deviendront bientôt manifestes et que les responsables de la politique budgétaire et monétaire seront confrontés à des défis très difficiles à gérer. Un pessimiste extrême rappellerait l'expérience de Mitterrand en France au début des années 1980 ou celle de Lafontaine en Allemagne à la fin des années 1990. Un autre point de vue consisterait à dire que le monde est complètement différent et que nous verrons une plus

grande élasticité de l'offre, une plus grande flexibilité de la politique et plus d'assurances à souscrire en raison du Covid. Toutes ces choses sont possibles, mais je dois dire que je suis plus surpris par l'orientation générale de la politique et sa disproportion potentielle apparente par rapport à ma propre lecture des statistiques économiques qu'à tout autre moment dont je me souviens.

David Wright

Merci beaucoup, Monsieur le Président émérite.

Jacques de Larosière, président d'honneur d'Eurofi

Merci beaucoup. Je suis ravi de m'entretenir aujourd'hui avec mon ami Larry Summers. J'ai pour lui et pour sa pensée un immense respect, car c'est un homme qui, malgré les circonstances changeantes, pense et pense par lui-même. Il a été mon mentor au fil des ans à bien des égards. La façon dont il a caractérisé les différences dans les approches que nous avons tous deux sur ces questions est très juste, et je le remercie pour la générosité de son exposé.

Le monde d'aujourd'hui est fait de paradoxes.

La demande mondiale est faible, tandis que les besoins en investissements sont énormes et ne sont pas satisfaits, du moins en Europe.

Les taux d'intérêt sont très bas depuis de nombreuses années et les investissements productifs non résidentiels sont en baisse.

Essayons donc de mettre un peu d'ordre dans ces contradictions apparentes.

Premièrement, si la demande globale reste faible, c'est principalement dû à des facteurs structurels que L. Summers a analysés de façon magistrale : le vieillissement, la mondialisation, les progrès technologiques, les changements de comportement sur le marché du travail, conduisant à un excédent d'épargne globale. C'est là que commence le débat sur la politique monétaire et les taux d'intérêt et que l'on retrouve les nuances exprimées par Larry.

On nous dit que face à une épargne excessive, il faut des politiques budgétaires et monétaires qui stimulent la demande.

Arrêtons-nous un instant sur cette évidence apparente.

La politique monétaire est particulièrement accommodante depuis plus de dix ans et les taux d'intérêt ont convergé vers zéro. Les déficits publics sont en plein essor et le ratio de la dette publique par rapport au PIB est passé de 100 % à 120 % dans les pays avancés en cinq ans.

Mais que voyons-nous ?

Au cours des 20 dernières années, le stock d'investissements productifs non résidentiels (sans les actifs incorporels) est passé de 14,4 % à 12 % du PIB dans les économies avancées, ce qui n'a été que partiellement compensé par l'augmentation des investissements incorporels qui sont passés de 4,3 % à 4,9 % du PIB (cf figure 1).

Ce qui me surprend, c'est que cette statistique – qui est l'une des plus significatives en termes de demande mondiale – ne soit pas davantage mise en évidence. Et cet effondrement des investissements productifs s'est produit malgré des taux d'intérêt historiquement bas.

Poursuivons ce raisonnement. Une étrange hypothèse a fini par émerger : Et si c'était la faiblesse des taux d'intérêt qui avait contribué à la baisse des investissements ?

"Absurde et illogique" me dira-t-on : si les conditions de financement sont faciles et peu coûteuses, comment l'investissement pourrait-il être pénalisé ? C'est là qu'intervient le piège des liquidités.

Une fois de plus, Keynes avait raison. Il était favorable à des taux d'intérêt bas, mais pas *trop* bas. En effet, lorsque les taux d'intérêt sont trop bas, ils dissuadent les épargnants d'investir dans des obligations longues et les incitent à conserver leur épargne sous forme liquide ou à la placer dans des actifs rémunérés parce qu'ils sont risqués. Par ailleurs, les entrepreneurs, découragés par la perspective d'une non-croissance émanant de taux d'intérêt zéro se détournent de l'investissement productif au profit de rachats d'actions et d'opportunités spéculatives.

Ce que je viens de dire n'est pas une confabulation. Cela confirme une étude effectuée l'année dernière sur l'évolution de la part financière de l'épargne des ménages en Europe : au cours des dix dernières années, nous avons assisté à une augmentation massive de la part purement liquide de l'épargne des ménages (notamment les dépôts à vue auprès des banques). Et ce, bien sûr, avant la crise du Covid.

Il est vrai que cette recherche est européenne et peut-être se vérifie-t-elle moins aux États-Unis, où les investisseurs sont moins allergiques au risque qu'en Europe et plus intéressés par les opportunités offertes par Wall Street. Je ne prétends donc pas que mon interprétation soit universelle. Mais si elle est correcte en Europe, nous devrions réfléchir sérieusement aux problèmes posés par la politique monétaire actuelle.

Et ce d'autant que le rôle des banques dans le financement de l'économie européenne est beaucoup plus marqué qu'aux États-Unis (3/4 en Europe, 1/4 aux États-Unis). La rentabilité des banques est pénalisée par des taux d'intérêt zéro. Cette pénalité est d'autant plus prononcée en Europe que les taux d'intérêt sont plus bas qu'aux États-Unis.

Il y a donc un problème en Europe : est-il possible que le mantra qu'on nous a enseigné pendant 20 ans ne soit pas pertinent ? Se pourrait-il que des taux légèrement plus élevés puissent remonter le moral des entreprises européennes et orienter l'épargne vers des investissements productifs ?

Bien sûr, ce que je viens de dire pourrait ne pas être d'un grand intérêt pour les économistes américains : leur pays a une bourse extrêmement forte et les agents économiques sont moins sensibles aux taux d'intérêt en raison de leur tendance naturelle à passer des obligations aux actions. En outre, les États-Unis émettent la monnaie mondiale, ce qui leur donne une certaine marge de manœuvre pour financer leur déficit.

Je pose donc la question : plutôt que de se contenter d'un paradigme de faible croissance en Europe, n'est-il pas temps de poser la question fondamentale : « Et si la politique monétaire à taux zéro n'était pas la bonne recette pour relancer l'économie mondiale ? »

J'ai entendu récemment un économiste chinois, professeur à l'université de Pékin, dire ceci : « Une politique monétaire trop accommodante soulève de nombreuses objections :

- Nos économies ont besoin d'investissements : pour les financer, nous devons encourager des instruments à rendement suffisamment élevé pour couvrir les risques encourus.
- Utiliser la politique monétaire pour stimuler l'économie conduit inévitablement à une inflation des actifs financiers et augmente ainsi le risque de crise. »

La vérité profonde du monde réel est qu'une économie qui fonctionne bien est toujours fondée sur le travail et sur des rendements normaux de l'épargne et, donc, sur des taux d'intérêt librement définis par les marchés.

On me dira que, pour toutes les raisons séculaires que nous connaissons, le taux d'intérêt "naturel" est en baisse. C'est certainement vrai. Mais ce que l'on ne dit pas, c'est que la politique monétaire joue un rôle majeur dans la baisse des taux. C'est tellement vrai que lorsque le marché anticipe le

début d'une hausse des taux, les banques centrales achètent immédiatement des milliards de titres pour décourager cette tendance.

Bien sûr, je suis conscient des effets de cette approche sur les marchés des titres souverains. Mais la politique monétaire ne doit pas être au service de la viabilité budgétaire des États (« domination budgétaire »). Les marchés doivent jouer leur rôle et ne pas être entièrement dictés par les banques centrales.

Ou bien l'Accord de guerre entre la Fed et le Trésor américain doit-il être relancé et maintenu dans le monde entier ?

Même si ce qui précède ne convainc pas les principaux penseurs monétaires, il reste un problème incontournable : celui de l'instabilité financière auquel Larry a eu la gentillesse de faire référence.

Le *Financial Times* a récemment rapporté que « les emprunteurs les plus risqués des entreprises américaines représentent la plus grande part des ventes d'obligations pourries (*junk bonds*) depuis 2007.

Depuis le début de l'année 2021, plus de 15 cents de chaque dollar levé sur le marché américain des obligations à haut rendement ont été émis par des groupes dont la notation est triple C ou inférieure. »

Et j'ajouterais que, selon un indicateur de complaisance croisée de JP Morgan, les investisseurs se sentent des moins craintifs et des plus complaisants depuis la bulle Internet.

Cela semble familier et devrait être pris au sérieux par ceux qui se sentent à l'aise avec l'expansion monétaire actuelle.

David Wright

Merci beaucoup à tous les deux. Hal, avons-nous un peu de temps pour un bref commentaire de la part de Larry ou de Jacques ? Ou devons-nous passer au point suivant ?

Hal S. Scott

Allez, donnons à chacun d'entre eux quelques minutes pour répondre.

Larry Summers

J'ai trouvé, comme je m'y attendais chez Jacques une réflexion puissante. Jacques, si vous pouviez me faire parvenir une copie de vos remarques, je vous en serais reconnaissant, en particulier pour vos statistiques sur ce qui s'est passé en matière d'investissement mondial. Je pense que je dis quelque chose avec quoi Jacques sera d'accord mais 60 % de mes dernières remarques ont été largement consacrées à la réponse politique au Covid aux États-Unis et aux excès possibles de la réponse politique au Covid. Les remarques de Jacques, si je les ai bien comprises, avaient une portée plus profonde, plus longue et plus structurelle. Il a abordé des questions auxquelles nous étions confrontés avant l'existence du Covid et auxquelles nous pourrions bien être confrontés avec les conséquences du Covid.

Jacques soulève une question très profonde, qui, dans le langage de l'économie des bancs de ma classe serait de savoir si la courbe IS suit une pente descendante, c'est-à-dire s'il est vrai que les baisses des taux d'intérêt contribuent effectivement à l'augmentation de la demande globale ou, si, par le biais des divers mécanismes qu'il décrit, dans un contexte comme celui de l'Europe, elles

réduisent effectivement la demande globale. J'ai sur ce point beaucoup de sympathie pour Jacques, et j'ai d'ailleurs un manuscrit sur lequel j'ai travaillé qui soulève des questions sur l'impact des taux d'intérêt sur la demande globale de la manière qu'il a décrite. Jacques soulève un point important, dont j'ai conscience mais sur lequel je ne me suis pas suffisamment concentré et sur lequel je me concentrerai davantage à l'avenir, qui concerne la distinction entre le système européen centré sur les banques et le système américain moins centré sur les banques dans le mécanisme de transmission des faibles taux d'intérêt.

Il y a cependant un défi que je voudrais lancer à mon ami Jacques. Si l'on accepte son point de vue sur les taux d'intérêt, si l'on accepte son point de vue sur les périls du financement par la banque centrale de la partie longue du marché obligataire, si l'on accepte son point de vue sur l'endettement fiscal excessif, quelle est la source d'énergie qui permettra de relever ces économies qui sont en quelque sorte en situation déflationniste ? Peut-être qu'il se concentre sur l'Europe, et que sa réponse est une nouvelle baisse significative de la valeur de l'euro, mais ce n'est pas une chose qui sera entièrement très bien accueillie au niveau international. Donc, la question que je poserais à mon ami Jacques serait, en supposant le Covid se trouve déjà derrière nous en quelque sorte : d'où est-ce que l'énergie va venir ? A-t-il confiance dans l'efficacité des réformes structurelles qu'il a longtemps préconisées ?

Jacques de Larosière

Je vous remercie. En bref, vous avez présenté les approches différentes qui sont les nôtres de manière très claire et lucide. J'ajouterai cependant deux remarques. Tout d'abord, oui, il est vrai que je suis plus orienté vers les réformes structurelles que Larry ne l'est dans ses déclarations, mais je ferai remarquer que l'absence de réformes structurelles depuis une quarantaine d'années, que j'ai observée dans mon propre pays par exemple, finit par créer des problèmes conjoncturels. Si vous avez une économie qui est moins productive et moins compétitive, si vous avez une absence de réformes du côté de l'offre, vous finissez par avoir une croissance plus faible. Pour compenser cette faible croissance, vous recourez à des politiques plus stimulantes, qui présentent elles-mêmes des inconvénients financiers et aggravent la balance des paiements. C'est une première remarque générale.

Le deuxième point est le suivant : aux États-Unis, la politique monétaire fonctionne plutôt bien, car lorsque vous réduisez les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro – pas complètement zéro mais proche de zéro –, vous disposez d'un mécanisme de compensation immédiate qui fait monter les actions, et qui fait que l'économie est stimulée par le fait que ces actions sont achetées par les investisseurs. En Europe, c'est différent. Les gens sont plus sceptiques à l'égard des actions. Ils estiment que le risque est sensiblement plus élevé pour les actions et que, par conséquent, il n'y a pas de transmission des faibles taux d'intérêt vers les instruments de création de dividendes. Je pense que nous avons à comprendre la différence entre les comportements d'investissement en Europe et aux États-Unis. Cependant, j'apprécie beaucoup l'ouverture d'esprit de Larry, qui est pour moi extrêmement importante pour les raisons que j'ai exposées au tout début. Je vous remercie.

Pour résumer, je réponds à votre question : l'"énergie" viendra de deux choses :

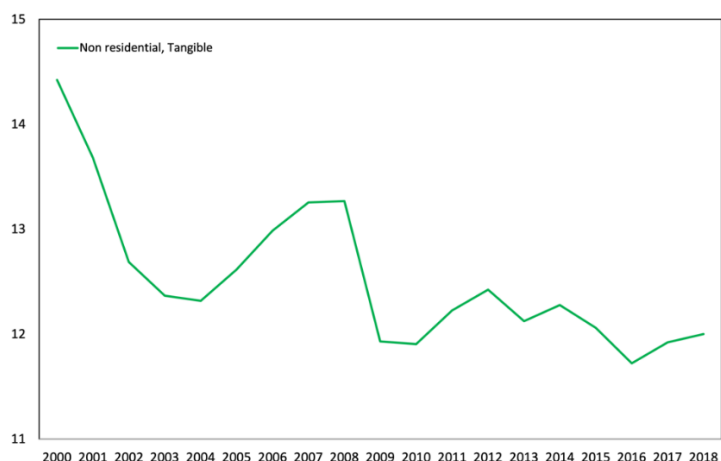
- le rétablissement d'une rémunération normale sur les investissements et l'épargne à long terme (la croissance n'a jamais été observée dans un environnement de taux d'intérêt zéro) ;
- réformer les déficiences structurelles qui entravent la production.

Hal S. Scott

Merci, Jacques et Larry. Je pourrais vous écouter pendant des heures. Il est dommage que nous ayons un temps limité, mais je pense que même dans ce temps limité, nous avons énormément bénéficié de vos deux contributions, et je tiens à vous remercier vivement d'être avec nous.

Annexe : figures

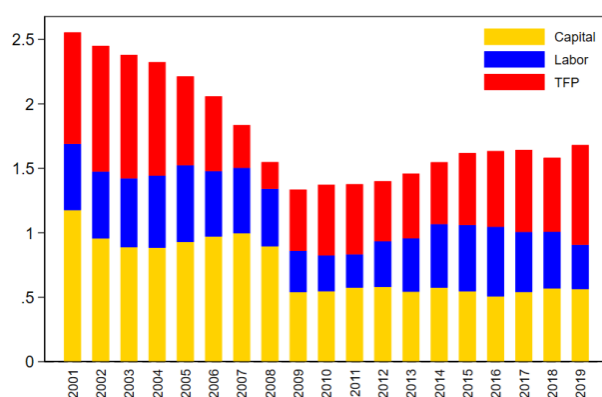
Figure 1 – Économies avancées : investissement fixe non résidentiel dans le PIB (pourcentage du PIB).



Source: OECD; IMF Staff Calculations.

Économies avancées : Australie, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Corée, Espagne, Royaume-Uni, États-Unis.

Figure 2 – Économies avancées. Fonction de décomposition de la production (pourcentage, année après année)



* Potential GDP = Estimate from a multivariate filter.

* Capital = OECD non residential capital stock.

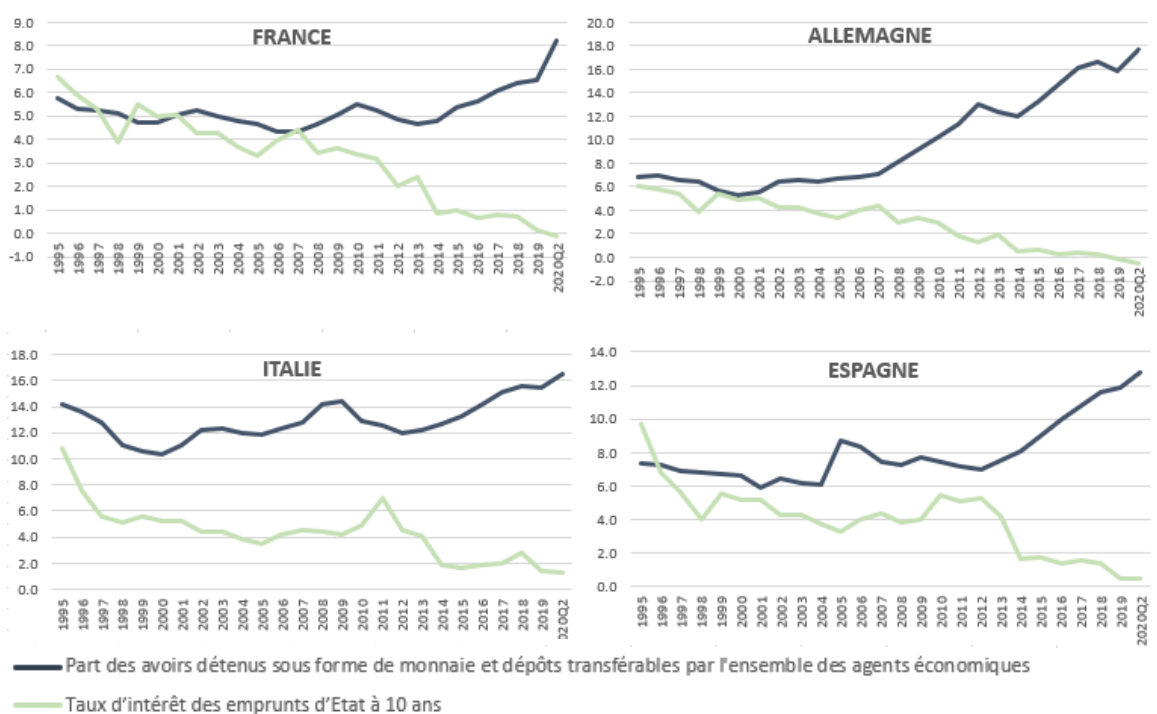
* Potential labor = Trend labor participation rate x working age population x (1- NAIRU); NAIRU from multivariate filter.

* Labor share = average over the period, from Penn World Table.

Sources: OECD; Penn World Table; IMF Staff Calculations.

Économies avancées : Australie, Canada, France, Allemagne, Italie, Japon, Corée, Espagne, Royaume-Uni, États-Unis.

Figure 3 – Évolution des liquidités détenues par les ménages et des taux d'intérêt souverains



Source: Eurostat, Thomson Reuters, calculs OEE (Observatoire de l'Épargne Européenne)