

## Intervention de Jacques de Larosière en visioconférence au séminaire du Professeur Steve Hanke, devant les étudiants d'économie appliquée, à l'Université Johns Hopkins

30 avril 2021

Je diviserai mes remarques en trois rubriques :

- 1 - Le dosage actuel des politiques (policy mix) ;
- 2 - L'importance des réformes structurelles ;
- 3 - L'impact de l'absence d'un véritable système monétaire international.

### 1 – La question du dosage des politiques

L'art des politiques macro-économiques consiste à atteindre un taux de croissance fort et équilibré (c'est-à-dire à combiner un PIB aussi élevé que possible compatible avec une inflation aussi faible que possible).

Cela nécessite une combinaison appropriée de :

- politique budgétaire,
- politique monétaire,
- et les incitations adéquates pour promouvoir une augmentation de la croissance potentielle (mesures orientées vers l'offre).

Pour faire face à l'existence de cycles économiques, les politiques doivent être adaptées (stimulus en cas de récession, politique monétaire restrictive en cas de surchauffe).

Mais les pays avancés n'ont pas été très bons dans la gestion des cycles au cours des dernières décennies.

Pour simplifier, on peut observer les épisodes suivants :

1. Dans les années 60, les pays avancés ont tourné plus vite que ce que leur capacité aurait normalement dû permettre. Par conséquent, l'inflation a commencé à apparaître.
2. Dans les années 70, la lutte contre une inflation persistante et de plus en plus en forte est devenue prédominante et les fortes hausses de prix des années 70 (inflation à deux chiffres) ont conduit à un dosage des politiques où l'écart (l'espace laissé entre la croissance réelle et la croissance potentielle) s'est traduit par une hausse du chômage.
3. Au milieu des années 80, les banques centrales sont devenues plus indépendantes et ont été fières de la "grande modération" en termes d'inflation.

Mais l'économie mondiale est devenue de plus en plus dépendante des emprunts. En d'autres termes, le taux de croissance réel (quoique plus modéré qu'il ne l'était dans les années 60) a été alimenté par des financements de plus en plus élevés (le taux de croissance des financements était deux fois supérieur au taux de croissance économique).

4. Cette "financiarisation excessive" du système était largement due à 2 facteurs :

- des mesures structurelles insuffisantes pour stimuler la productivité ,
- une politique monétaire accommodante (qui s'est terminée par des bulles d'actifs).

Cette combinaison a conduit, à la fin, à la crise de 2007-2008.

Les 10 dernières années ont été caractérisées par :

- une faible inflation - IPC (moins de 2%),
- une croissance molle,
- un effet de levier extrême et des bulles d'actifs qui sont les signes avant-coureurs de futures crises financières.

5. Après la pandémie qui a frappé au printemps 2020, un nouveau choc sur la croissance s'est produit, suite au verrouillage imposé par les gouvernements afin d'atténuer les problèmes de santé.

Cela a porté un coup sévère sur la croissance (l'économie américaine s'est contractée de -3,5% en termes réels en 2020).

Et cette fois, la réaction du dosage des politiques a été particulièrement forte, notamment aux États-Unis.

- La **politique monétaire** a été extrêmement accommodante :
  - importants achats de titres par la Fed et la Banque centrale européenne,
  - taux d'intérêt proches de zéro.
- Et la **politique budgétaire** a littéralement explosé.

Au plan budgétaire de 900 milliards de dollars de fin 2020 (équivalent à 4,5% du PIB) se sont ajoutés les 1 900 milliards du plan Biden (9% du PIB).

Comment pouvons-nous évaluer cette politique ?

- En 2021, les États-Unis connaîtraient une croissance de +5% ;
- C'est un plan ambitieux qui se situe du côté "sûr" de l'équation : c'est-à-dire : "Faire tout ce qui est possible, et même plus" ;
- Si l'on ajoute l'épargne "forcée" accumulée pendant la pandémie, qui sera en partie utilisée pour la consommation, on peut s'attendre à une surchauffe importante en fin d'année 2021 et en 2022 avec un rebond - peut-être temporaire - de l'inflation, que les marchés anticipent.

La détermination de l'impact inflationniste exact de ce dosage de politiques actuel est un exercice difficile.

En effet, l'"écart de production", qui exprime la marge disponible de l'économie, est difficile à mesurer (il dépend des modèles utilisés pour calculer la croissance potentielle) et du choix des bons coefficients multiplicateurs pour jauger l'impact final des mesures budgétaires sur la demande.

\*

Nous nous apprêtons donc à vivre un nouvel épisode de l'histoire mouvementée de notre dosage de politiques telle qu'on peut l'observer depuis un demi-siècle : et si l'inflation réapparaissait après 20 ans de modération ?

## **II - Les insuffisances des réformes structurelles**

Permettez-moi d'expliquer ce sujet qui est au cœur de toutes les questions économiques.

Au cours des deux ou trois dernières décennies, la stimulation de la demande a été le mot d'ordre.

Mais cela s'est fait au détriment des réformes économiques axées sur l'offre.

Lorsque nous considérons l'écart de production, nous avons tendance à assimiler les capacités inutilisées au chômage, alors que nous devrions également envisager d'autres moyens (que la réduction du chômage) de stimuler les possibilités de production.

Parmi ces moyens, **les gains de productivité et l'investissement ont été, trop souvent, les parents pauvres.**

En fait, l'investissement productif mondial a diminué de 3 points de pourcentage du PIB au cours des dix dernières années, alors que le besoin d'investissement augmente, et ce malgré des taux d'intérêt très bas.

Nous devons donc nous concentrer sur tous les facteurs qui influencent la production tels que : la démographie, la concurrence, la flexibilité du marché du travail, la lutte contre la complexité bureaucratique excessive et l'inefficacité, la réduction des obstacles aux nouveaux entrants sur les marchés, la protection des entreprises zombies qui ne survivent que grâce aux faibles taux d'intérêt...

Nous devons comprendre que toutes les politiques qui contribuent à façonner un écosystème efficace sont donc cruciales. Si elles sont négligées, un emploi raisonnablement bon pourrait bien coexister avec une inefficacité économique et une faible productivité, ce qui entraînerait donc un déclin économique à long terme.

Par conséquent, si nous voulons - comme nous le devrions - éliminer l'écart de production négatif, nous devons examiner les facteurs liés à l'offre ainsi que ceux liés à la demande. Il est tout aussi crucial de favoriser l'élément de croissance potentielle que de stimuler la demande.

**Si vous regardez le Japon**, qui est un exemple caricatural de l'absence de mesures structurelles, que voyez-vous ?

Un vieillissement très rapide de la population accompagné d'une baisse du taux de natalité. Cela aboutit à un rétrécissement du marché du travail.

Et pour faire face à cette situation, au lieu d'ouvrir le Japon à une immigration raisonnable (qui serait un puissant moyen de relancer les marchés du travail), le gouvernement s'est engagé dans une politique de non immigration et de création abondante de liquidités accompagnée de taux d'intérêt nuls.

Ces liquidités ne se sont pas infiltrées dans l'économie réelle et n'ont pas été investies dans des biens d'équipement (en raison de la stagnation économique liée à la démographie). Elles ont été thésaurisées et conservées dans des placements liquides sans risque (obligations du Trésor). Qui investirait dans des actifs risqués et sans rendement ?

Le résultat de cette politique monétaire et budgétaire très accommodante au Japon a été :

- une augmentation considérable du bilan de la BOJ (120% du PIB - 3 fois les États-Unis : États-Unis = 40%),
- des déficits publics importants : dette publique = 260% du PIB (record mondial),
- et aucune croissance,
- mais l'affaiblissement du système financier est apparent : les taux d'intérêt zéro ne peuvent assurer une marge minimale aux institutions financières et aux investisseurs.

\*

Mon point de vue peut se résumer comme suit :

Les problèmes structurels ne peuvent être résolus que par des mesures structurelles : simplification des réglementations, politique d'immigration, incitation à la natalité, incitation fiscale à l'investissement...

Mais le problème est celui-ci :

Le diagnostic suivant a été posé :

" La relance keynésienne va réparer la demande mondiale atone et débloquer le surplus d'épargne ".

Mais le diagnostic ainsi que le traitement proposé sont tous deux, à mon avis, mal conçus :

- Premièrement, dans une perspective à long terme, ce n'est pas tant le manque de demande des consommateurs qui pose problème, mais le manque d'investissement et de gains de productivité.
- Deuxièmement, injecter plus d'argent dans ces problèmes structurels n'est d'aucune utilité. Cela fait grimper l'effet de levier, mais ne se traduit pas par davantage d'investissements (car l'absence de rémunération des investissements en capital à risque incite les épargnants à conserver leur argent sous forme liquide).

**Donc, ma conclusion est simple :**

- les problèmes structurels appellent des solutions structurelles ;
- l'erreur est de croire que l'atonie de la demande mondiale peut être corrigée par des mesures de relance monétaire et budgétaire ;
- le "déclin séculaire" est davantage le résultat d'une faiblesse structurelle (vieillesse) ou de la mondialisation que d'un manque conjoncturel de demande ;
- la surabondance d'épargne est en partie le résultat de la politique monétaire et pousse les ménages à épargner davantage (les taux d'intérêt nuls favorisent la rétention de liquidités) ;
- les taux d'intérêt nuls sont dissuasifs pour les réformes structurelles (puisque les gouvernements peuvent lever des milliards sans frais).

### **III - L'absence d'un véritable système monétaire international aggrave les problèmes macroéconomiques.**

#### **1. Le système de Bretton Woods était, en fait, une source de discipline macroéconomique.**

Les taux de change étaient fixés par rapport au dollar. Si le corridor de 1% autour du dollar était dépassé, un pays devait demander au FMI la permission de dévaluer.

Le comportement macroéconomique devait donc être rétabli (conditionnalité du Fonds).

#### **2. Le système s'est effondré en 1971-73.**

Lorsque les États-Unis ont abandonné la convertibilité en or du dollar en raison de leurs déficits (guerre du Vietnam, État providence) et de l'accumulation de dollars par les banques centrales étrangères, les réserves d'or américaines n'étaient pas suffisantes pour assurer la convertibilité du dollar.

Le résultat a été : les taux de change sont libres de flotter.

Et la solution était : "emprunter" nationalement et ne pas se soucier du taux de change.

#### **3. Depuis les années 70**

Le système a été remplacé par de plus en plus d'effets de levier ... et les crises fleurissent.

Mais nous voyons maintenant que le taux de change est devenu une crainte ou une menace pour tous les pays.

Risque de protectionnisme (**beggar your neighbour**) et de guerres commerciales.

Nous avons besoin d'une forme de discipline.