

« L'expérience »

Les Entretiens de Royaumont – 2 décembre 2022

La Rochefoucauld avait dit : « Les vieillards donnent de bons préceptes pour se consoler de ne plus pouvoir donner de mauvais exemples ». Il y a du vrai dans cette maxime cynique et désabusée.

Quoiqu'il en soit, l'expérience acquise semble être une valeur de plus en plus recherchée de nos jours, même si les leçons qui s'en dégagent restent le plus souvent lettre morte.

L'histoire ne se répète pas, mais, selon Victor Hugo, elle « amène l'avenir ». Ce qui me fait penser que la connaissance de l'histoire est un moyen de mieux comprendre ce qui nous sépare du passé et aussi, ce qui nous en rapproche. C'est une occasion de réfléchir aux anciens dilemmes et de méditer sur les erreurs commises ou, plus rarement, sur les succès remportés.

Vous m'avez demandé d'évoquer, à la lumière de mon expérience professionnelle, les trois sujets suivants :

- La crise actuelle du retour à l'inflation ;
- Le problème du surendettement de la planète ;
- Les défis d'une meilleure gouvernance

*

**

I. La crise actuelle et le retour de l'inflation

Au deuxième trimestre de 2021, l'inflation s'est réveillée.

Elle était restée stable et modérée pendant plus de deux décennies :

En effet, de 1992 à 2021, l'inflation française, en moyenne annuelle, s'était élevée à 2,9%, chiffre très inférieur à celui des vingt années précédentes (1971-1991) où la moyenne annuelle s'établissait 7,6% - c'est-à-dire presque 3 fois plus.

Pourquoi depuis plus de 20 ans l'inflation était-elle restée si faible ? Pour trois raisons structurelles :

- Le vieillissement de la population : une population qui vieillit consomme et investit moins tout en épargnant davantage, ce qui pousse les taux d'intérêt à la baisse et accroît les marges de production disponibles ;
- La globalisation et l'ouverture des marchés occidentaux aux produits en provenance des pays émergents : ces importations à très faible coût de main d'œuvre ont exercé un effet marqué de baisse des prix tout en provoquant des délocalisations d'entreprises et du chômage chez les importateurs ;
- La révolution technologique à l'œuvre : avec la digitalisation, l'internet, la robotisation... les coûts de production ont eu tendance à baisser.

Le problème avec cette inflation modérée – autour de 1% par an – c'est qu'aux yeux des banquiers centraux, elle n'était pas assez haute.

Le « consensus » était qu'il fallait que l'inflation atteigne 2% par an pour éviter les périls de la déflation.

Mais c'était négliger les facteurs structurels à l'œuvre qui expliquent que les taux d'équilibre se situait alors à 1%.

Or, pour relever le taux d'inflation de 1 à 2%, (chiffre arbitraire et qui ne saurait en rien être assimilé à un optimum économique) les banques Centrales ont engagé une politique de stimulation monétaire systématique qui a fragilisé le système (taux d'intérêt réels négatifs et recours au QE c'est-à-dire à l'achat de titres financiers, notamment ceux émis par les États).

Alors, me direz-vous, pourquoi le spectre de la hausse des prix a-t-il resurgi en 2021 pour atteindre 10% par an en 2022 ?

Il faut remonter à 1982, c.à.d. à 40 ans en arrière pour retrouver une inflation à deux chiffres.

C'est là que l'expérience peut éclairer notre lanterne.

On nous dit, de la même façon que l'on nous le disait dans les années 70, que les prix montent à cause de la hausse des cours du pétrole. Ce serait donc une inflation par les coûts, aggravée, en 2022, par la guerre d'Ukraine qui a provoqué aussi une hausse des prix des matières premières alimentaires. Cette explication est en partie exacte. L'inflation des années 70 avait été aussi exacerbée par les crises pétrolières de 1973 et 1979.

Mais ce n'est pas la seule explication. Trois autres phénomènes se sont produits qui ont aggravé les conséquences inflationnistes du choc pétrolier.

1) La hausse de la demande encouragée par une politique monétaire accommodante et des taux 0. C'est là un élément important de l'explication. « Trop de monnaie courant après trop peu de production nouvelle » - Tel est le facteur commun –

« l'équation quantitative » de la monnaie – dont on tend, trop souvent à oublier ou à nier l'existence.

Ce phénomène est réel : sans un environnement monétaire hyper accommodant, la hausse du pétrole aurait été moindre et aurait eu moins d'impact car la dépréciation du dollar aurait été moins marquée ;

2) L'insuffisance des réformes structurelles favorables à la croissance (investissement productif, R&D, formation, innovations technologiques...) explique que « l'output gap » (différence entre la croissance potentielle sans inflation et la croissance constatée) se soit tendanciellement contracté.

Pas assez de dynamisme du fait de l'insuffisance et de la lenteur de l'investissement productif explique aussi le retour de l'inflation ;

3) Enfin, les crises et hausses pétrolières ont toujours été la sanction de l'érosion de la valeur des monnaies de transaction utilisées en matière d'hydrocarbures. Ainsi, en 1979 (2ème choc pétrolier) la baisse de la valeur du \$ (en pouvoir d'achat) avait été depuis 20 ans, de 71%. En 2022, la dévalorisation avait été « seulement » (!) de 26% depuis vingt ans. La différence entre les deux taux de dépréciation explique que les hausses du pétrole aient été beaucoup plus élevées en 1973-79 qu'en 2022. Mais comme la règle du jeu économique est devenue la conjonction de l'endettement, de la stagnation de la productivité et de la baisse de la valeur de la monnaie, il ne faut pas s'étonner que les producteurs d'hydrocarbures cherchent à préserver la valeur (en termes réels) de leur production et à corriger la dépréciation du dollar par la hausse des prix.

A cet égard, je me souviens d'une conversation que j'eus avec M. Greenspan à la BRI à la fin des années 80. Le Président de la Fed me disait, derrière ses grosses lunettes, avec cet air un peu fatigué, condescendant et savant qu'il affectionnait : « la hausse de l'inflation vient des hausses des prix et du pétrole ». Je ne parvins pas à lui faire admettre que la baisse prolongée de la valeur externe du dollar y était aussi pour quelque chose. La vérité est pourtant simple : les vendeurs d'hydrocarbures ne souhaitent pas être payés en monnaie de singe : ils cherchent à relever leurs prix de vente pour corriger la faiblesse de la monnaie – le dollar - utilisée pour ces transactions. De fait, la valeur du dollar ne faisait que baisser.

Pourquoi cet aveuglement ? Et cette incapacité à faire figurer l'excès de croissance monétaire parmi les facteurs d'inflation ?

Pour une raison très simple. Si vous commencez à croire que l'inflation est, en grande partie, un phénomène monétaire, vous êtes conduit à vous pencher sur le bien-fondé de votre propre politique économique et monétaire. Et c'est ce que l'on cherche à éviter à tout prix.

D'où l'attitude qui a prévalu depuis 2021 : « l'inflation, dit-on, est le résultat des décisions des exportateurs de pétrole et de la guerre d'Ukraine. Et l'on ajoute : les hausses de taux d'intérêt ne feront rien pour résoudre ce problème ».

Explication largement erronée et dont le grand inconvénient est qu'elle interdit la discussion de fond et donc l'examen des réformes nécessaires.

*

**

II. Le problème du surendettement.

L'endettement global a atteint aujourd'hui le record historique de 300 trillions de dollars (300 000 milliards).

Cela représente 360% du PIB mondial et n'avait jamais été observé auparavant en temps de paix.

D'autre part, la qualité de cette dette s'est beaucoup détériorée depuis dix ans, les cotations médiocres représenta environ 50% du marché (alors que traditionnellement ce pourcentage était de 25% en Europe).

Une telle détérioration de la qualité des entreprises endettées favorise les défauts et l'apparition de crises financières.

Mais comme la politique monétaire a entraîné l'apparition de taux d'intérêt à zéro, on tend à vous dire : « Ne vous inquiétez pas. Oui, la dette augmente, mais elle peut être refinancée (« rolled over ») et comme les taux d'intérêt sont à zéro, le fait de continuer à s'endetter ne coûte rien. Tant que les taux d'intérêt réels à payer sur la dette sont négatifs et donc inférieurs au taux de retour sur investissement, le calcul rationnel consiste à toujours emprunter davantage » : c'est sur cette conception, sur ce syllogisme, que l'économie de la financiarisation s'est construite et développée. Les économistes « non conventionnels » nous disent : « Dans un environnement d'inflation, l'accroissement du déficit ne se traduit pas par un accroissement de la valeur réelle de l'endettement public ».

Malheureusement, il s'agit d'une illusion comme j'ai tenté de le démontrer dans mon dernier livre : « En finir avec le règne de l'illusion financière »¹.

¹ Voir Edition Odile Jacob 2022

L'endettement actuel, apparait tellement ahurissant que certains sont tentés de croire que cette situation n'ayant jamais été observée auparavant, une médication sera nécessairement trouvée : « à phénomène nouveau solution nouvelle ». Ceux-là se trompent sur l'histoire et se bercent d'illusions sur l'avenir.

En faisant appel à ma mémoire et à mon expérience, je vais tenter de vous le démontrer.

En 1979-80, je venais de prendre mes fonctions au Fonds Monétaire International.

J'étais inquiet d'observer la croissance fulgurante de la dette d'un grand nombre de pays et notamment en Amérique latine. Je m'en ouvris au département du FMI chargé des questions de macroéconomie globales.

La réponse qui me fut adressée alors par le chef de ce Département fut, en gros, la suivante :

« Vous n'avez pas lieu de vous inquiéter. Certes, l'endettement progresse très vite, mais, en termes réels, les taux d'intérêt à la charge de ces pays sont faibles. Défalqués de l'inflation ils sont très inférieurs au taux de croissance des exportations de ces pays.

C'est donc un calcul rationnel que font ces emprunteurs.

Puisque l'on gagne plus en exportant davantage grâce à l'endettement, on a intérêt à continuer à emprunter. Cela accentue les bienfaits de la croissance. »

Le raisonnement exposé ci-dessus en 1980 est exactement le même que celui que tiennent la grande majorité des économistes actuels face à la montée de l'endettement.

La réponse faite à ceux qui se préoccupent de l'endettement consiste à exalter les vertus de l'équation :

Taux d'intérêt nominal – inflation < taux de croissance économique

Quand je reçus la note du FMI, je ne pus m'empêcher d'éprouver un sentiment de malaise : « et si les conditions changeaient brutalement, que se passerait-il ? »

Or ce fut ce qui se passa quelques semaines après : pour casser l'inflation, Paul Volcker, le nouveau patron de la Fed, avait laissé les taux d'intérêt monter à près de 20% et déclenché une forte récession mondiale.

Il en résultait que des pays comme le Mexique qui avaient emprunté à des taux variables et bas, eurent soudain à faire face à des taux prohibitifs au moment même où la récession mondiale réduisait massivement leurs recettes d'exportation. Peu de temps après, le 13 août 1982, le gouvernement mexicain venait m'annoncer qu'il était amené à déclarer le défaut sur sa dette.

Or les banques internationales qui avaient prêté outre-mesure au Gouvernement mexicain n'avaient pas assez de fonds propres pour provisionner un tel défaut. Pour certaines banques, l'exposition à l'Amérique Latine représentait jusqu'à 7 fois leurs fonds propres.

Cette évocation de la crise de 1982 me suggère les réflexions suivantes :

1. Quand l'endettement extérieur s'accroît démesurément il faut se méfier des économistes qui brandissent l'équation $i - \text{infl} < g$ ². Ils tablent sur la perpétuation de cette équation, alors que les aléas peuvent être hyper-dangereux ;

² Dans laquelle i =taux d'intérêt nominal
 Infl =inflation
 g =taux de croissance économique

2. La montée débridée de l'endettement finit toujours par la crise financière l'inflation ou l'hyperinflation. Qu'en l'espace de quelques mois, l'Europe et les US soient passés d'une inflation de 1% à une inflation de 10% l'an est, à certains égards, stupéfiant.

« Trop de monnaie à la recherche de trop peu de richesses » conduit toujours à l'inflation.

3. Si l'on est décidé à lutter contre l'inflation, il faut en prendre les moyens.

Lorsque Paul Volcker prit les rênes de la Fed en 1979, il comprit que tant que les taux d'intérêt réels seraient négatifs et que le dollar fondait il serait problématique de casser l'inflation.

L'arithmétique était la suivante :

	Inflation	Taux des Fed Funds	Taux réels
1979	13,5 %	11 %	-2,5 %
1980	14 %	19 %	+5 %
1984	3,2 %	8,8%	+5,6 %

En changeant la méthode de la politique monétaire, c'est-à-dire en prenant comme objectif – non plus des hausses de taux ponctuelles des Fed Funds, mais le niveau souhaitable de M1 et de M2, et en restreignant en conséquence la liquidité offerte aux banques, - Volcker parvint à faire monter les taux à 19% en 1980, ce qui, face à une inflation de 14%, donnait des taux réels positifs de 5%.

Le prix à payer – la récession de 1982 – fut élevé mais l’inflation fut cassée.

Après la récession, la reprise économique revint... sans inflation.

En se souvenant de cet exemple on mesure mieux le biais optimiste des messages que l’on a entendus en 2022 :

- « L’inflation est transitoire »
- « « Elle aura disparu fin 2022 »³,
- « Elle s’explique exclusivement par la hausse des prix du pétrole et des matières premières »,
- « C’est aussi le produit de la guerre en Ukraine »

*

**

III. Les défis de la Gouvernance

J’espère vous avoir communiqué ainsi l’essentiel de mon expérience à savoir que les problèmes structurels ne peuvent être réglés que par des réformes structurelles et non par la création monétaire.

Je vais vous donner quelques exemples des dérives, des dénis, et des propagandes qui qui sont sensés permettre aux élites de garder le pouvoir avec l’espoir de ne pas risquer des réactions populaires négatives.

³ En février 2022, le Chef économiste de la BCE, M. Philip Lane, argumenta : « puisque les goulots d’étranglement vont être résolus, les pressions sur les prix devraient s’estomper et l’inflation devrait revenir à son niveau antérieur sans le besoin d’où ajustement significatif de la politique monétaire ». En conséquence, la BCE perdit plusieurs mois à ne pas agir pour lutter contre l’inflation. Ce fut sans doute la plus grosse erreur de prévision sur l’inflation depuis les années 70.

1- « Le déficit budgétaire et l'endettement ne sont pas graves »
(notamment en période d'inflation).

Ils peuvent indéfiniment s'accroître car nous veillerons à maintenir les taux d'intérêt réels en territoire négatif.

(Mais l'on sait qu'au-delà de certaines limites, les déficits publics entraînent des coûts de financement élevés (spreads) et qu'il est aventureux de croire que les taux de marché resteront indéfiniment négatifs).

2- « La désindustrialisation n'est pas une préoccupation : les services se substituent à l'industrie manufacturière et, l'assurance chômage permettra de faire face aux emplois industriels détruits ».

(Mais la vérité est tout autre : l'industrie manufacturière, créatrice d'emplois et d'investissements et principale source de gain de productivité est le ressort essentiel d'une économie compétitive ; sans elle c'est le déclin assuré). Or la France a perdu le tiers de son industrie manufacturière depuis 20 ans.

3- « Le déficit commercial est normal et, de toutes façons, nous avons les moyens d'importer ce que l'industrie nationale ne peut plus produire du fait des charges excessives qui pèsent sur nos entreprises ».

(En fait, un déficit commercial structurel et permanent est le signe d'un défaut de compétitivité et une source de chômage. De plus, les capacités d'endettement ne sont pas infinies).

4- « Le fait de consacrer 60% de notre PIB à la dépense publique (moyenne européenne 49%) n'est pas inquiétant. On pourra toujours emprunter pour assurer le financement. »

(En fait notre % record est un handicap fondamental qui explique notre déclin, la surcharge de nos prélèvements obligatoires) et la faible compétitivité de nos entreprises qui en découle.

5- « Il est sage de combler par la création monétaire les insuffisances de notre capacité de production. L'argent est un substitut à la richesse ».

(En réalité, la création monétaire pour financer des déficits entraîne l'augmentation de la dette publique et la fragilité de notre système financier. De fait, depuis 20 ans, le gonflement du bilan global se traduit, à hauteur de 75% par des augmentations de valorisation d'actifs et seulement pour 25% à une hausse de la production). Et ce sont les 10% de la population les plus riches qui bénéficient de ces valorisations...

6 « La politique monétaire peut être aussi stimulatrice qu'on le souhaite ».

Ce concept, largement répandu, a été désastreux :

- La croissance des agrégats monétaires a fragilisé à l'extrême la situation financière et préparé l'inflation actuelle ;
- Les taux 0 ont poussé les épargnants à délaissé les placements à moyen terme et à arbitrer en faveur de la détention d'actifs liquides (billets, comptes en banques...) au détriment de l'investissement productif.

C'est la fameuse « trappe à la liquidité » que craignait Keynes ;

- De fait, la politique monétaire à taux 0 n'a nullement favorisé l'investissement productif. Au contraire, celui-ci s'est contracté depuis 20 ans,
- Il est incompréhensible que les banquiers centraux :
 - N'aient pas surveillé l'évolution du crédit : celui-ci s'est envolé depuis 20 ans alors que la croissance économique était faible, et sans que les banques centrales ne cherchent à le limiter (autrefois, l'expansion du crédit était considérée comme un signal alarmant de surchauffe).
 - Aient négligé de prendre en compte l'évolution des agrégats monétaires.

Le sujet est sans doute difficile mais il est central.

- Enfin, le recours au QE (achats de titres financiers par les banques centrales), a dépassé l'entendement (la BCE détient 74% du PIB de la zone euro, ce qui la fait devenir un acteur central de la politique budgétaire et met donc en cause son indépendance).

7 « Notre système de retraites peut être amendé par un système à points et par l'unification des 40 régimes ».

(En fait, il s'agit d'un problème démographique : de plus en plus de « baby-boomers » prennent leur retraite et les jeunes, dont le nombre n'augmente pas, doivent cotiser davantage. La seule réforme juste est de faire contribuer les seniors au financement des retraites en allongeant l'âge de départ à la retraite). Au surplus, le fait de vouloir mettre la main sur les excédents financiers des systèmes bien gérés pour subventionner les déficits des régimes dispendieux est un expédient particulièrement critiquable).

*

**

Ces sept syllogismes, - qui ne forment en rien une liste exhaustive - sont inlassablement répétés. Ils ont fini par faire illusion à certains.

Mais ce que j'ai constaté c'est qu'au bout d'un certain temps, la réalité finissait par reprendre le dessus, en général par l'inflation, voire l'hyperinflation.

L'exemple des assignats créés pendant la Révolution est significatif. Face à l'hyper inflation, le Directoire a fini par comprendre qu'il fallait équilibrer le budget et stopper l'hémorragie. Le prix à payer fut de retirer aux prêteurs qui avaient fait confiance à l'État les 2/3 de leurs créances... (opération dite « du tiers consolidé »).

*

* *

La leçon est claire, du point de vue de la gouvernance :

- Parler le langage de la vérité (ou au moins du réalisme) ;
- Lutter contre le déni généralisé,
- Arrêter de faire croire que l'endettement « arrange tout », et engager un débat démocratique : sur le thème : déclin ou réforme ;
- Revenir aux vérités essentielles : rémunérer normalement l'épargne et le travail.
- Inciter au travail.

*

**

Un mot pour la fin.

Henry Kaufman, le remarquable analyste américain des marchés financiers, disait : « Truth and accuracy are preferable to political expediency and wishful thinking”

Et de Gasperi, grand résistant italien et l'un des pères fondateurs de l'Europe, avait dit : « il y a deux sortes d'hommes politiques. D'une part, les politiciens qui ne pensent qu'à leur réélection et dont l'horizon est de 5 ans, et d'autre part, les hommes d'État qui pensent en termes de trois générations et dont l'horizon dépasse 50 ans. Mais la seconde catégorie est rare... ».

J. de Larosière

25 octobre 2022