

PREMIERE PARTIE

Différentes visions de l'économie mondiale

John LIPSKY, Senior Fellow, Foreign Policy Institute, Johns Hopkins University's Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS); premier directeur général adjoint, FMI

Jean-Claude a déjà mentionné tous les points importants, donc je ne vais pas les répéter. Je vais juste ajouter quelques commentaires à votre tableau de la situation générale. Au niveau mondial, le résultat le plus probable est une croissance modérée continue, mais cela vaut le coup de remarquer que si les prévisions de base du FMI s'avèrent correctes, la croissance mondiale va rester légèrement en-dessous de sa moyenne à moyen et long terme. Dans ce cas, la perspective n'est pas horrible, mais elle n'est certainement pas fantastique. En outre, la croissance des économies avancées n'a pas encore complètement compensé la chute de production post-2007. En d'autres termes, la prévision du FMI de 2 % de croissance dans les économies avancées pour cette année et 2,2 % pour l'année prochaine ramène le taux de croissance de ces pays quasiment à leur moyenne à long terme, mais laisse toujours des écarts de production significatifs dans de nombreux domaines.

La taille de l'écart de production des Etats-Unis est contestée, en partie parce que dans le passé, la baisse du taux de chômage à 5 % aurait été associée avec une accélération des hausses de salaire. A présent, cependant, cela ne semble pas être le cas, même avec la part des salaires dans le PIB Américain à un taux historiquement bas. Dans le même temps, le taux d'emploi est bas, car la participation des actifs a baissé. Ce n'est pas valable uniquement pour les cohortes jeunes – dont la faible participation pourrait s'expliquer de façon positive si elle reflétait un allongement de la durée d'études avant l'entrée sur le marché du travail. Cependant, le taux de participation active a également chuté pour les hommes en âge de travailler, qui forment traditionnellement le groupe qui est quasi-toujours employé.

Cela pose la question de l'éventuelle permanence du déclin de participation active aux Etats-Unis, ou d'un éventuel moyen d'inverser la tendance. Il y a une controverse assez vive sur cette question, ainsi que sur l'importance des écarts de productions américains dans la détermination des chances d'accélération des pressions d'inflations. La réponse aura un impact sur la trajectoire espérée de la politique de Réserve fédérale.

Il y a aussi une certaine controverse quant à l'écart de production au Japon. Il y a ceux qui pensent que la raison pour laquelle la croissance de la production n'est pas repartie au Japon, comme on l'espérait, est parce qu'ils sont virtuellement en plein emploi. C'était la position de l'ancien gouverneur de la Banque du Japon Shirakawa, et en effet, la croissance japonaise a été décevante, alors que dans le même temps, l'inflation globale est tombée bien en dessous de la cible de la BdJ. L'endroit où il n'y a pas de controverse, de façon générale, c'est la zone euro, où l'écart de production est resté relativement élevé, bien que la croissance s'améliore.

Par conséquent, le premier point est que la perspective des économies avancées est quelque peu inconstante et incertaine en ce qui concerne quels écarts de production existent encore et à quelle vitesse ils peuvent être comblés, s'ils persistent.

Le deuxième point c'est que la perspective globale de croissance pour les économies émergentes et en développement contient de grandes divergences. La perspective à court terme pour les producteurs d'énergie et de marchandises va de très mauvaise à relativement décevante : précisément, la prévision du FMI pour l'économie russe est une contraction de près de 4 %, et une contraction de 3 % pour le Brésil, avec un risque que ces deux chiffres soient sous-estimés. Même la croissance prévue pour un pays comme l'Afrique du Sud est de 1,5 % avec des risques de chute. Cela reflète bien sûr une chute notable des prix des marchandises et de l'énergie, mais par ailleurs, au vu des perspectives de croissance mondiale, il n'y a pas d'argument convaincant pour espérer un retournement rapide des perspectives pour les prix des marchandises ou de l'énergie. Par conséquent, il n'y a pas d'argument clair pour un rebond rapide ou la restauration d'une croissance bien plus forte dans ces économies.

La zone où les perspectives restent les plus favorables est l'Inde, où la prévision de croissance dépasse les 7 %, et doit rester de cet ordre. Cependant, les déceptions récentes concernant la capacité du gouvernement Modi à recueillir l'approbation parlementaire pour des réformes essentielles ainsi que son récent revers dans les élections régionales à Bihar font douter de la perspective du programme de réforme du gouvernement.

De façon globale, la croissance sub-saharienne reste aux environs de 5 % malgré les performances décevantes de l'Afrique du Sud. Une des grandes satisfactions de la période avant la crise financière de 2008 était que l'expansion de la région représentait la première période des temps modernes d'une croissance de la production positive par habitant. La grande inquiétude était que le revers de la crise financière mondiale allait inverser ces tendances favorables, mais pour l'instant, ça n'a pas été le cas. Même si une croissance du PIB à 5 % n'est pas spectaculaire, elle implique au moins une continuation des taux de croissance positifs par habitant dans la région.

Evidemment, la plus grosse source de fascination est la perspective pour la Chine, et l'incertitude concernant le ralentissement de l'économie chinoise, dont on ignore s'il représente une conséquence inévitable – mais temporaire – d'une politique délibérée de changement des fondements de la croissance durable pour quitter les dépenses d'infrastructure, l'expansion des entreprises nationalisées dans les industries primaires telles que les mines ou l'acier et les exports de biens manufacturés soutenus par un taux de change sous-évalué. L'argument en faveur d'un ralentissement de la croissance voulu par les réformes est que le FMI caractérise à présent le RMB comme correctement évalué, contrairement à avant où il était considéré comme sensiblement surévalué. Un des résultats de ce changement est que l'équipe du FMI a recommandé l'inclusion du RMB dans le panier des DTS.

Cependant, il y a quelques interrogations quant à ce ralentissement et s'il représente principalement « une panne d'essence » de l'ancien modèle de croissance, puisque ce dernier impliquait de plus en plus des volumes énormes d'investissement liés au résultat de croissance. En particulier, si une économie investit presque 50 % de son PIB pour n'avoir que 7 ou 8 % de croissance, il semble à première vue que les ressources d'investissement ne sont pas utilisées efficacement. En outre, la croissance précédente basée sur l'investissement intensif a été accompagnée par une période préparatoire de très rapide endettement, en particulier dans les entreprises privées et les entreprises nationalisées. Ces facteurs suggèrent que l'ancien modèle arriverait en bout de course d'une manière ou d'une autre. Ainsi, la question est de savoir si l'actuel ralentissement reflète plus la panne de l'ancien modèle ou plutôt une part inévitable du processus de transition vers une économie chinoise différente, menée par le marché et finalement plus efficace et durable.

L'implication, bien sûr, de ces deux grands développements est que l'écart de croissance entre les économies avancées et émergentes s'est rétréci, et une fois encore, une question digne d'être discutée est de savoir si cela représente une « nouvelle normalité » dans laquelle la différence entre les performances des économies avancées et en développement va rester bien plus étroite qu'avant.

J'ai encore deux points de conclusion. Probablement la plus grosse surprise, et peut-être la plus grosse inquiétude à mes yeux, est que même s'il y a eu beaucoup de discussions sur la faiblesse de la croissance de la demande des économies avancées comme raison principale d'une croissance du PIB relativement modérée, l'élément le plus frappant a été le rythme relativement stagnant des investissements dans les économies avancées. Tout cela malgré une sensation d'accélération des améliorations technologiques, en particulier par les capacités accrues de l'intelligence artificielle et la continuation de taux d'intérêt extrêmement bas. Que ce soit en termes nominaux ou réels, les bénéfices des entreprises dans de nombreuses économies avancées et certainement aux Etats-Unis sont à des niveaux record en termes de pourcentage du PIB dans un contexte d'endettement des sociétés relativement bas, une trésorerie très forte, et récemment la chute des prix du pétrole qui aurait dû être largement favorable à l'investissement d'entreprise hors du secteur énergétique. Les marchés financiers ont de fortes performances, en particulier aux Etats-Unis, en particulier les entreprises impliquées dans le rachat d'actions propres ou dans le retour de bénéfices à leurs actionnaires d'une façon ou d'une autre, et dans les activités de fusion & acquisitions, qui consistent essentiellement dans le remaniement d'actifs préexistants, plutôt que les entreprises qui ont utilisé de gros bénéfices et des positions financières fortes pour s'impliquer dans des programmes de dépenses en capitale.

C'est plutôt simple quand on s'arrête pour y réfléchir – il ne fait aucun doute que l'insuffisance des investissements d'affaires est un des facteurs essentiels des résultats décevants de la productivité. Vous ne pouvez pas incorporer les

bénéfices des nouvelles technologies si vous ne les installez pas, et si vous ne faites pas d'investissements au fil du temps, les taux de croissance potentielle chutent, et si les taux de croissance potentielle chutent, alors la croissance de l'emploi et des salaires ralentit également, et si la croissance des salaires ralentit, il en va de même pour les dépenses.

Par conséquent, un des défis essentiels de l'environnement actuel est d'essayer de comprendre pourquoi les investissements d'affaires n'ont pas réagi plus positivement à ce qui devait être vu comme une confluence de facteurs positifs. Cependant, parmi les économies avancées il semble qu'il y ait des différences de performance, pas seulement en ce moment, mais depuis quelques années, correspondant, en gros, à la dépendance relative du secteur des affaires aux marchés des titres pour obtenir des fonds, plutôt qu'aux marchés bancaires traditionnels. Les Etats-Unis et le Royaume-Uni, par exemple, ont eu de meilleures performances que les autres économies du G7 dans un contexte où 80 % des fonds des entreprises américaines viennent des marchés des titres, et les économies s'appuyant sur les finances bancaires traditionnelles ont subi un ralentissement plus lent. Il est intéressant de se demander s'il y a des causes.

Jean-Claude a déjà mentionné les risques de la perspective, et il est maintenant clair que la Fed va commencer son cycle de resserrage dans le courant du mois prochain, et le gouverneur Carney de la Banque d'Angleterre a suggéré qu'il n'était pas impossible qu'elle augmente aussi les taux, bien qu'elle n'en ait sans doute absolument plus l'habitude, comme la plupart des banques centrales. Tout le monde attend également dans le même temps qu'il y ait des mesures de stimulation ou d'accommodation supplémentaires de la BCE et peut-être aussi la Banque du Japon. Tout ceci a eu tendance à renforcer le dollar, qui est déjà à son niveau le plus haut depuis 12 ans. Cela pose la question de savoir si la combinaison de la hausse des taux et de l'augmentation des écarts de crédit pour les entreprises, combiné au dollar fort, pourrait s'avérer suffisante pour altérer la perspective relative des économies industrielles.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Merci John. Il était inutile de vous présenter ; tout le monde sait que vous avez été directeur adjoint du FMI et que vous êtes maintenant à John Hopkins, et vous portez une grande richesse d'expérience, privée, publique et académique, ce qui est remarquable. Je vais maintenant donner la parole à Korn Chatikavanij, suivi de la vision d'un pays émergent. Vous êtes l'actuel président de l'Unité politique du Parti démocrate de Thaïlande, et vous avez une expérience du secteur privé ainsi que du secteur public. Laissez-moi ajouter que nous avons également ici Horii Akinari, ancien gouverneur adjoint de la BdJ, et dans la mesure où la stagnation séculaire était plus ou moins dans l'air autour des questions de John, peut-être pouvez-vous nous éclairer sur ce point. Daniel Daianu va ensuite indiquer ce qui pourrait se cacher derrière la décevante croissance dans la stagnation économique. Puis nous aurons une discussion, aussi vivace que possible, et les autres intervenants ne seront pas déçus, car ils parleront ensuite.

Korn CHATIKAVANIJ, ancien ministre des Finances de Thaïlande

Je vais faire preuve d'un peu d'arrogance et tenter de représenter les économies émergentes d'Asie aussi bien que je peux. Nous étions l'une des zones au développement le plus rapide depuis 35 ans, et en Thaïlande, notre taux de croissance du PIB sur cette période a été environ 2 % supérieur à la moyenne mondiale tous les ans. Cependant, j'aimerais tout de suite à la conclusion pour dire qu'il y a eu beaucoup d'inquiétudes parmi les économies émergentes en Asie. Notre taux de croissance, dans l'ensemble, va tomber sous la moyenne générale cette année, une chose à laquelle nous sommes aussi peu habitués que les banques centrales occidentales le sont à la réduction des taux d'intérêt, donc nous essayons de comprendre ce qui se passe, de savoir si le modèle économique qui a propulsé notre croissance sur les dernières décennies est dépassé d'une façon ou d'une autre et doit être révisé.

Le modèle économique en question est évidemment bien connu de vous tous, mais je vais le récapituler très rapidement. La croissance, pour beaucoup d'entre nous, est arrivée sur le dos d'un très fort IDE du début au milieu des années 1980 et en Thaïlande particulièrement, elle a été entraînée par les décisions consécutives aux accords du Plaza, en particulier de la part du Japon, de délocaliser les industries manufacturières. Avec beaucoup d'autres pays d'Asie du Sud-Est, nous avons bénéficié de cette décision et depuis nous avons grandi sur la base d'un modèle basé sur les exportations. Cela a été rendu possible par des salaires relativement bas, des terres en abondance et d'autres ressources, des facteurs de production, qui sont requis.

Cela a bien marché jusqu'à la crise financière de 1997, qui fut un résultat d'un secteur privé excessif, et par conséquent d'un secteur public qui a fait levier, et depuis nous avons doublement bénéficié du modèle d'exportation comme résultat des monnaies faibles consécutives à l'entrée en bourse de nos monnaies anciennement fixes. A la réflexion, ceci, de plusieurs façons, nous a bercés vers un sentiment de sécurité ; nous nous sommes convaincus depuis 12 ans que nous avons retrouvé notre compétitivité, alors qu'en fait ce n'était qu'une compétitivité des prix. Nous avons échoué à surveiller notre compétitivité, et plus que tout autre chose, c'est là le plus grand défi que nombre de nos pays doivent affronter à présent.

Nous faisons face aux mêmes problèmes que connaissent les économies plus grandes, et nous parlons à présent de la nouvelle normalité, même si c'est en partie parce que nos gros partenaires économiques parlent de la nouvelle normalité, nous forçant en tant qu'économies ouvertes à envisager de nous adapter à une moindre demande pour nos marchandises et services. Cependant, c'est aussi une nouvelle normalité basée sur nos économies internes. Une de nos déceptions est la demande interne moribonde dans nos économies, en particulier si on prend en compte que les prix du pétrole sont très bas et les taux d'intérêt sont à un plancher historique, et nous ne pouvons nous empêcher de pressentir que si nous sommes incapables de stimuler la demande interne dans un tel environnement, nous ne serons peut-être pas capables de gérer la situation au moment où les taux d'intérêt ou les prix du pétrole vont revenir à leurs niveaux précédents à plus long terme.

L'absence d'investissements est de plusieurs façons un reflet de cette demande interne basse, et je l'expliquerai par trois raisons principales, en développant sur l'observation de John concernant les bas niveaux d'investissement du secteur privé. La première raison est le vieillissement des sociétés. Quelques-uns d'entre nous souffrent déjà de cela, mon propre pays est défini comme une société vieille avec 15 % de la population à la retraite. Pire, le rythme du changement démographique va être historique : le ratio de dépendance est de 4:1 pour nous, et il va tomber à 2:1 dans tout juste 25 ans ; je pense qu'aucune économie n'a connu ce genre de changement si rapidement, si ce n'est par la guerre. Les entreprises s'adaptent mentalement à cela, avec un investissement bas peut-être par anticipation de sociétés vieillissantes avec une demande plus basse.

La mondialisation a également eu un impact sur l'investissement. Naturellement, à travers la mondialisation, les investissements se sont déplacés sur les pays à moindre coût, mais ce n'est plus le cas dans la plupart des pays d'Asie du Sud-Est, même si le Vietnam et la Birmanie vont attirer des IDE. Par conséquent, la croissance dans l'Asie émergente va devenir encore plus variée du fait des conditions internes différentes au sein de la région.

La troisième raison des bas investissements dans notre région a probablement à voir avec les développements technologiques. De nombreux investissements sont allés dans les technologies informatiques, et bien sûr les prix de ces technologies ont chuté, donc il n'a pas fallu autant en termes de dollars pour faire cet investissement. Le défi est donc de savoir comment stimuler l'investissement, en espérant dans le même temps le rétablissement des économies plus grandes afin que nous récupérions notre demande à l'export, et en réfléchissant également sur le fait qu'il ne soit peut-être pas possible pour nous de devenir riches avant d'être vieux de la même façon que le Japon ou de nombreux pays d'Europe occidentale l'ont fait. C'est un problème, car nous avons espoir de continuer à croître de façon à ce que, sur une base par habitant, nous puissions arriver au même niveau que le monde développé, mais cela devient de plus en plus une montagne trop haute pour que nous arrivions à l'escalader.

Nous devons chercher un modèle plus local. La réalité, c'est que même si l'agriculture produit à présent moins de 10 % du PIB, elle emploie encore presque 50 % de la population. Nous devons retourner à la révision de notre modèle agricole, ne serait-ce que parce que l'une des tendances importantes prévoit 60 % d'augmentation du besoin de production alimentaire dans les 25 années à venir. Plutôt que de se concentrer sur l'industrialisation en tant que modèle, nombre d'entre nous doivent se tourner vers le passé pour voir s'il existe d'autres modèles basés sur la production et les services alimentaires. Cependant, à court terme, notre souci principal, plus que tout, est quand nos marchés principaux au Japon, aux Etats-Unis et en Europe vont revenir à ce qu'ils étaient avant.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Merci beaucoup. J'ai pu constater que nombre d'entre nous ont été choqués lorsque vous avez mentionné le défi démographique auquel vous faites face, et ce n'est pas un fait bien connu.



John LIPSKY, Senior Fellow, Foreign Policy Institute, Johns Hopkins University's Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS); premier directeur général adjoint, FMI

Une chose que nous remarquons, c'est que le commerce mondial a augmenté plus lentement que le PIB sur les dernières années, mais cela n'est nulle part plus visible que pour le commerce intra-Asie. Certains disent que c'est juste parce que la demande chinoise a ralenti, alors que d'autres disent que c'est une évolution bien plus structurelle de la demande chinoise, dans le sens où la production à bas coût a été envoyée au Vietnam et en Birmanie, mais la chaîne de production à haute valeur est devenue plus verticale en Chine et dépend moins des apports industriels de la région. Avez-vous une opinion là-dessus ?

Korn CHATIKAVANIJ, ancien ministre des Finances de Thaïlande

Vous avez raison quand vous dites que le commerce intra-Asie est resté coincé juste en-dessous des 30 % depuis quelques années, et cela illustre le fait que, pour parler franchement, nous sommes plus des concurrents que des partenaires commerciaux, dans le sens où nous faisons les mêmes choses, et cela a posé des problèmes. Quand on regarde chacun de nos marchés importants, c'est évidemment vrai pour la Chine. Nous faisons partie de la chaîne de fourniture mondiale, et le produit final n'est pas forcément vendu ici, donc quand la demande chute, nous sommes affectés de la même façon.

Nous commençons maintenant, avec du retard, à regarder comment nous pouvons augmenter le niveau d'échange intra-régional. A la fin de cette année, nous allons voir la naissance d'une entité appelée la Communauté économique ASEAN, qui, pour faire simple, ouvre encore plus les frontières, mais encore une fois, à court terme l'impact sera négligeable, car un commerce en libre-échange en termes d'absence de taxes d'importation pour les biens et les services est déjà en place dans la région depuis plusieurs années maintenant. Par conséquent, la conclusion est que nous ne sommes pas tant des partenaires commerciaux que des concurrents industriels.

Bozidar DJELIC, associé-gérant et responsable de l'Europe centrale et de l'Europe de l'Est, Lazard ; ancien vice-Premier ministre de la Serbie

Puisque vous êtes des concurrents, et que nous voyons les Etats-Unis se tourner vers l'Asie avec la signature de l'accord TTP, qui selon vous sont les gagnants et les perdants dans cet accord ?

Korn CHATIKAVANIJ, ancien ministre des Finances de Thaïlande

C'est la question du moment qui est chaudement débattue et qui a été mentionnée dans la très intéressante session plénière hier : le TTP divise les opinions. Je peux en attester, c'est vrai. On a aussi mentionné que le TTP devrait être envisagé comme un ajout à l'OMC plutôt qu'un concurrent, mais ce n'est pas comme cela que l'accord est perçu, car si c'était un complément, il aurait dû être construit dans une architecture impliquant tous les membres de l'OMC, or ce n'est pas le cas. Cependant, pour répondre précisément à votre question, le Vietnam est vu comme un bénéficiaire potentiel, mais franchement, pas sur le court terme, car le nombre d'ajustements intérieurs qu'ils auront à faire afin de se conformer au TTP va leur prendre des années. Entre-temps, la plupart d'entre nous avons des accords bilatéraux avec les principaux signataires du TTP, donc il n'y aura pas d'impact immédiat à court terme.

Le Japon a des investissements significatifs en Thaïlande et a suggéré à notre gouvernement que nous devrions sérieusement envisager de rejoindre le TTP, et nous devons écouter. Par conséquent il y a de bonnes chances que le TTP accueille de nouveaux membres dans le futur, pas seulement la Thaïlande mais aussi bien sûr l'Indonésie et la Corée. Entre-temps, il faut trouver un équilibre avec les inquiétudes initiales quant à l'impact potentiel sur les questions comme le prix des médicaments, qui était un obstacle majeur à notre participation au départ.

La conclusion finale, comme nous la comprenons, de la discussion sur le TTP était bien moins lourde que la position de départ des Etats-Unis sur cette question, donc franchement, c'est à l'aspect social et politique qu'il faut s'intéresser.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Nous avons de nombreuses questions mais je vais continuer. Nous restons en Asie.

Akinari HORII, ancien gouverneur adjoint, Banque du Japon, conseiller spécial du Canon Institute for Global Studies

Avant de proposer mes remarques sur la croissance lente, laissez-moi insister sur le fait que le TTP couvre un large champ de sujets commerciaux: pas seulement les taxes douanières ou les simples obstacles non-tarifaires, mais également les normes des produits et services, les investissements directs à l'étranger et les politiques de concurrence, donc c'est vraiment énorme. J'espère qu'il y aura un gros bénéfice issu de cet énorme accord de libre-échange, mais j'ai peur que les acteurs extérieurs perdent beaucoup.

Après avoir entendu l'analyse très complète de John et la solide discussion de Korn, laissez-moi vous offrir ce qui ressemble à mon analyse conjecturale, ou dirons-nous, une vue aérienne de l'économie mondiale. Sept ou huit ans sont passés depuis la grande crise financière, et la croissance mondiale est toujours pâle dans de nombreuses parties du monde. J'ai deux hypothèses de grande ampleur. La première, c'est la pression de l'ajustement des bilans sur l'intermédiation financière, et l'autre concerne le dividende de paix consécutif à la fin de la guerre froide. C'est pour cela que je dis que ces hypothèses sont de grande ampleur.

Laissez-moi commencer par l'élément financier. Nous connaissons tous la façon dont le système bancaire s'est retrouvé avec un énorme volume d'actifs non-performants après l'éclatement des bulles de crédit dans le marché américain des prêts hypothécaires à risque en 2007, et aussi la dette souveraine des marchés européens en 2010. Nous étions occupés à poser des pansements à droite et à gauche, mais les Japonais sont bien conscients de leurs conditions financières et économiques post-bulles. Les Américains, particulièrement les vieux banquiers centraux, se souviennent de ce qu'on a appelé la crise S&L et l'économie post-crise S&L, qu'Alan Greenspan a appelé le vent contraire à 80 à kms/heure. Tout le monde est devenu méfiant face aux risques après les éclatements de bulles, et en particulier après l'échec de Lehman Brothers en 2008, les gens sont devenus très sensibles quant à la prise de risque. Il n'y avait plus de confiance dans les partenaires, plus d'assurance de sa propre survie et plus de confiance dans le système. Voilà où nous étions en 2008.

Il reste encore un degré significatif d'incertitude quant à la viabilité des banques, même après que les banques ont recouvré des bénéfices. Aussi longtemps qu'une charge d'actifs non profitables apparaît dans leurs bilans, assez naturellement, les banques sont occupées à désendetter leurs bilans alors que les emprunteurs potentiels hésitent à emprunter, puisqu'ils ont eu une terrible expérience au moment de la contraction du crédit qui a suivi la grande crise financière. Par conséquent, pour faire court, nous sommes toujours dans les suites de la grande crise financière, où les prêteurs et les emprunteurs sont tout autant peu disposés à prendre des risques.

Il y a aussi un élément politique qui est défavorable à la croissance économique. Lors de la grande récession les gens se sont mis en colère, ils ont blâmé les banques, le gouvernement et les banques centrales pour la perte de leur travail et de la valeur de l'immobilier. Ils avaient de bonnes raisons d'être en colère, bien sûr, et le problème était que les régulateurs bancaires subissaient une énorme pression pour pénaliser les banques. Tout ceci risquait de créer un élan politique pour tuer les esprits animaux, qui sont dans tous les cas rares dans une économie stagnante. C'est ma première hypothèse.

En ce qui concerne ma deuxième hypothèse concernant la lente croissance économique, l'économie mondiale s'est énormément développée, soutenue par la mondialisation dans les années 1990 et 2000. Après la fin de la guerre froide, les travailleurs et les autres ressources des pays appartenant anciennement au bloc soviétique sont devenus disponibles pour assurer, dans des multinationales, la production de biens et services et leur vente sur le marché mondial. On a particulièrement noté, bien sûr, l'entrée de la Chine sur le marché mondial, et en conséquence de la mondialisation, le commerce mondial s'est développé bien plus vite que le PIB.

Cependant, il y a quelques années, l'économie chinoise a passé le point dit Lewis, ce qui veut dire qu'après une courbe d'offre plate, on a une ascension aigüe et rapide. C'est une chose que les Chinois appellent souvent le point



Lewis. Les salaires et autres coûts de production ont augmenté rapidement à mesure que la demande augmentait. Il y a, bien sûr, d'autres endroits avec des ressources inexploitées dans le monde, mais en comparaison de la Chine, ces endroits ont un nombre limité de travailleurs prêts pour le marché mondial. La mondialisation est peut-être arrivée en bout de course sur cet aspect. Cela ne veut pas dire que tous les avantages économiques de la mondialisation vont disparaître, mais les bénéfices excédentaires que la mondialisation a apportés vont diminuer avec le temps, et les échanges mondiaux vont croître en parallèle avec le PIB, ce qui n'est pas du tout surprenant.

Il y avait un autre dividende de paix apporté par la fin de la guerre froide, c'est l'usage civil de technologies qui appartenaient avant à l'armée, par exemple Internet pour les communications, le GPS pour la navigation automobile et l'exploitation de ressources, les graphismes numériques pour le divertissement et de nouveaux matériaux pour des utilisations variées. Tout cela a contribué aux gains de productivité des facteurs totaux dans les années 1990 et 2000.

De nos jours certains parlent encore d'une nouvelle révolution industrielle en citant les drones et l'intelligence artificielle. Puisque je ne suis ni scientifique ni ingénieur, je ne sais pas du tout si c'est le cas, mais 25 ans après la fin de la guerre froide, le gain de productivité issu de l'utilisation civile de technologies militaires est peut-être en train de s'essouffler, tout comme les surplus de bénéfices issus de la mondialisation.

Voilà mes deux grandes hypothèses conjecturelles bien qu'elles ne soient appuyées par aucune preuve solide.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

C'est fascinant. On est dans le très philosophique et vous aurez beaucoup de questions, j'en suis certain.

Akinari HORII, ancien gouverneur adjoint, Banque du Japon, conseiller spécial du Canon Institute for Global Studies

Il y a une autre hypothèse qui est souvent évoquée, la démographie. Je ne suis pas d'accord avec cela, en particulier dans le cas du Japon. Le taux de croissance de la population japonaise était de 1 % dans les années 60, lorsque que le PIB du Japon était de 12 % ou presque, et il a été à son paroxysme au milieu des années 70 juste au-dessus de 1% avant de diminuer graduellement pour passer juste sous le négatif. Même dans les années 80 l'économie croissait à 4 ou 5 %. Avant que la déflation s'installe à la fin des années 90, la croissance de l'économie japonaise était de 2 %.

Par conséquent, la tendance de déclin de la croissance est plus facilement expliquée par les déclin des gains de productivité que par les déclin de croissance de la population. La population allemande a à peine augmenté pendant la première décennie 2000, et a même baissé vers la fin, même en incluant les immigrés, mais l'économie allemande a crû sans tomber dans la déflation. Je vais m'arrêter là.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

C'est très stimulant, mais j'ai moi-même été surpris en recalculant la croissance par habitant sur les 25 ou 30 dernières années aux Etats-Unis, en Europe et au Japon et en voyant qu'elle était plus ou moins toujours la même. Par conséquent, il y a de nombreux domaines où le problème du Japon semble plus ou moins être le problème de l'économie avancée, et nous sommes les premiers à subir plusieurs maladies. Ceci étant dit, je vais directement me tourner vers Daniel. Avez-vous des remarques sur ce que nous venons d'entendre ?

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

Selon moi, John a dépeint un tableau plutôt rose de l'économie mondiale. On peut argumenter que les nombres semblent bien rentrer dans ce qu'on pourrait appeler une série à très long terme, et il n'y a probablement aucun mal à ça. Je le dis car des taux de croissance à 4 ou 5 % dans les économies avancées de nos jours seraient assez surprenants étant donné la fin de période très stimulante de reconstruction économique après la Seconde Guerre mondiale et le rattrapage des économies émergentes qui va probablement s'essouffler dans les années à venir.

Je vais tenter de vous donner quelques pistes de réflexion sur pourquoi je suis moins optimiste que mes prédécesseurs. Dans de nombreuses régions du monde, les gouvernements et les banques centrales prennent des mesures politiques non-conventionnelles ; certaines semblent marcher, ou peuvent marcher. Mais il y a des effets secondaires non négligeables, des conséquences inattendues ; dans une large mesure, les décisionnaires politiques cherchent leur chemin dans le noir. Ceux qui ont assisté aux réunions du FMI ces dernières années savent de quoi je parle. La macroéconomie est un sujet de controverses et d'inquiétudes grandissantes, et il n'existe plus de nos jours de sagesse conventionnelle solide.

Deuxièmement, quand je dis que les décisionnaires politiques cherchent leur chemin dans le noir, d'un point de vue cognitif, je fais à la fois référence à ce que nous pensons savoir mais aussi aux modèles que nous utilisons : il y a une rupture des modèles que ce soit au niveau macro ou au niveau micro. Réfléchissez simplement aux modèles que les banques centrales utilisent : nous continuons d'utiliser les mêmes modèles, bien que nous soyons conscients de leurs énormes défauts, car il n'y en a pas vraiment d'autres disponibles. La finance n'est pas incluse de façon pertinente dans les modèles des banques centrales, ni dans les modèles macroéconomiques en général. Claudio Borio, de la Banque des règlements internationaux, exprime les choses de façon très poétique quand il dit que c'est comme Hamlet sans le Prince.

Troisièmement, de mon point de vue, malgré ce que la Fed va faire, et je suis également d'avis que la banque centrale américaine va augmenter ses taux directeurs, les taux d'intérêt vont rester bas pour une période importante. Ceci étant dit, je ne pense pas que de nombreuses personnes fassent beaucoup de bruit pour rien. Cependant, je pense également que les montants grandissants d'épargne dans le monde, combinés au vieillissement qui se produit à la fois dans les économies avancées et émergentes, et la rareté des placements sûrs (comme le souligne Cabarellero) mènent naturellement à des taux d'intérêts bas. Les gens économisent plus, et il y a une chute spectaculaire de l'investissement. C'est pour cela que Larry Summers et d'autres ont élaboré la thèse que des taux d'intérêt réels très négatifs semblent nécessaires pour une bonne utilisation des ressources. Summers met en avant les aspects négatifs de taux d'intérêts très bas pour l'allocation des ressources, et donc il aimerait plutôt voir les politiques budgétaires, l'investissement public, comme l'outil optimal de relance de la demande dans les circonstances actuelles.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Est-ce une théorie que vous admettez vous-même ?

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

J'y pense et je vais y revenir. Les experts de la BRI ont un argument intéressant sur l'impact des taux d'intérêts bas, par la recherche de rendement, sur l'allocation des ressources – et là ils rejoignent Summers. Richard Koo de l'Institut de recherche Nomura met en avant l'effet de bilan, qui recoupe l'insistance de Ken Rogoff sur le surendettement, puisqu'il y a un énorme surendettement en Europe, si on rassemble la dette publique et la dette privée. Toutes ces opinions peuvent être réduites à la conclusion suivante : il y a trop de surendettement, il y a une chute spectaculaire de l'investissement, une grave sous-utilisation des ressources et un sentiment grandissant que nous devons faire quelque chose quant au phénomène d'hystérésis. Car si un pays a un taux de chômage de 20 %, il faut y faire quelque chose ; 50 % de chômage chez les jeunes est une recette de désastre garanti ; cela peut créer une énorme tension sociale et économique dans les sociétés, et endommager la démocratie elle-même.

Il y a également une guerre des monnaies. Il y a un ralentissement de l'économie, et il est peut-être vrai que nous retournons à la normale si on regarde la situation avec une perspective à long terme, mais les taux de croissance économique, en fait, sont nourris par les politiques non conventionnelles, les programmes QE, des taux d'intérêt très bas, etc. S'il y a une importante chute de l'investissement, qu'est-ce qui soutient le rétablissement de l'économie ? Pourquoi les économies reprennent-elles ? C'est un type de rétablissement sans crédit, sans investissement ; dès qu'il y a une profonde récession économique, elle a toutes les chances d'être suivie d'un rebond économique. Cependant, le gros problème est que cela va arriver après un long laps de temps, si l'investissement bas persiste, et pour revenir à ce que John a dit, on va assister à encore plus de ralentissement. Alors la question c'est quel genre d'investissement est nécessaire.



Il y a une fragmentation des marchés. Les économies se tournent vers l'intérieur, il y a différents modèles de réseautage, qui sont également nourris par la peur du conflit et des pertes, et la préférence pour des fournisseurs proches géographiquement plutôt que pour ceux qui sont à 2000 ou 3000 kilomètres. Avons-nous réparé la finance ? Pas vraiment. Je vais sans doute loin sur ce point, mais la finance est encore assez déstabilisante pour l'économie mondiale. Elle est surdimensionnée dans de grosses parts et les banques dépendent encore beaucoup de la spéculation, en particulier pour se faire de l'argent. Mon opinion personnelle est que la finance doit être beaucoup plus simple, ce qui n'implique pas de se mettre au *narrow banking*.

Il y a une crise du modèle économique de croissance. Nous avons mentionné les économies asiatiques et leur ralentissement économique, mais le modèle de croissance dans les économies émergentes d'Europe ont été lourdement dépendantes de l'emprunt, de la dette, qu'elle soit privée ou publique ; le jeu à la mode était d'attirer de plus en plus de fonds, investir encore et toujours, peu importe où, et une grosse partie de cet investissement est passée dans les biens non échangeables. Enfin, je voudrais mentionner une crise de la mondialisation, car il y a des limites à l'ouverture ; nous payons à présent une facture bien salée pour avoir été trop loin dans la mondialisation. Il y a des limites à l'ouverture. Jean-Claude, vous avez dit que nous devrions nous occuper d'égaliser le terrain de jeu. Qu'est-ce que cela veut dire ? Nous devons le définir.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Etes-vous pro-segmentation ou pro-fragmentation ?

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

Voilà ce que je dis : par exemple, prenons la crise bancaire en Europe. Certains prêteurs, banques, se sont surexposés, sont allés dans des territoires inconnus sans vérification préalable, donc il y a des limites à l'expansion rationnelle. Il y a maintenant un retranchement rationnel, pour revenir plus proche de la base.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Daniel, nous sommes tous d'accord.

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

Prenons l'exemple des gros joueurs, qui étaient supposés développer de bonnes pratiques et pratiquer ce qu'ils prêchaient. Ils ont truqué les marchés, se sont engagés dans toutes sortes de transactions controversées, ils ont eu du mal à gérer la complexité et à forcer leur propre peuple à adhérer aux règles. Ce n'est pas pour rien que Mark Carney a déclaré que le problème ne concerne pas quelques pommes mais bien la boîte qui les contient, la culture des pratiques bancaires. Quelque chose doit changer de façon spectaculaire, car sinon nous aurons les gens dans la rue, et pas seulement quelques-uns.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Tout ce que vous dites est vrai.

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

Je sais que c'est vrai, et c'est pour cela que les choses doivent changer.

**Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE**

Le G20 par exemple, vient de publier un rapport très important sur le changement de la culture du système bancaire. On ne peut néanmoins pas être négatif.

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

Je ne suis pas négatif. Je me contente, je pense, de présenter la réalité. C'est la réalité. Laissez-moi donner un autre exemple. Nous avons des sociétés sous haute tension. Comment allez-vous transmettre le message aux peuples qui se sont habitués à de hauts taux de croissance qu'ils doivent les oublier, qu'ils doivent s'habituer à de nouvelles circonstances, une nouvelle normalité ? C'est ce que notre collègue d'Asie a évoqué. Et, d'ailleurs, nous n'avons pas parlé de la question du changement climatique dans ce contexte. Il y a, en outre, une inégalité de revenus croissante, qui alourdit encore la pression sur nos sociétés. Vous dites, Jean-Claude, que ce tableau est trop noir. Non, moi, je déclare que c'est la réalité.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Vous connaissez la devise d'IBM : « Si vous ne faites pas partie de la solution vous faites partie du problème ». Nous devons voir ce qu'il faut faire. Il va sans dire que nous sommes d'accord en tout point.

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

Je vais finir sur cette note, car au Parlement européen, je faisais partie de ceux qui ont soutenu une réforme radicale de la régulation et de la supervision des marchés financiers à une époque où les plus grands décideurs européens étaient en déni total de la réalité ; ils disaient que la crise financière était une histoire américaine et n'avait rien à voir avec leurs propres économies, qui étaient robustes et ne risquaient pas de succomber à la folie de la finance américaine. C'était n'importe quoi. Cela s'est produit au printemps 2008. Ce n'est qu'en novembre de l'an dernier que Mark Carney a dit que nous avons un gros problème avec la culture de la banque. Nous avons d'énormes problèmes éthiques dans cette industrie. Prenez l'industrie automobile également. J'étais au Parlement européen quand le changement climatique était sur toutes les lèvres du débat public, et d'énormes efforts de lobbying ont été fait par les fabricants automobiles, disant qu'on était en crise économique et que si on imposait des contraintes pour réduire les émissions de carbone, l'industrie automobile allait souffrir et par conséquent, les économies allaient ralentir, etc. Regardez maintenant les scandales impliquant les grands fabricants automobiles. Pensez à ce que nous avons à gérer à présent.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Merci beaucoup Daniel. Nous ne pourrions pas avoir de liste plus complète de ce qui ne va pas et nous savons que nous devons changer cela.

Korn CHATIKAVANIJ, ancien ministre des Finances de Thaïlande

La barre a été placée trop haut.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Jean-Pierre, la parole est à vous.

Jean-Pierre ROTH, président de la Banque cantonale de Genève (BCGE)

Daniel, je suis ravi de ne pas être le seul pessimiste dans la salle, car je partage complètement votre point de vue. J'aimerais revenir sur deux points, l'un étant qu'il est important de changer la culture des banques, mais qu'il est



également important de changer la culture de gouvernement, car les gouvernements ne disent pas la vérité aux populations à propos de la situation. Quand ils hurlent à la victoire car l'Europe va avoir une croissance à 1-virgule-quelque-chose l'année prochaine, nous savons qu'il n'est pas possible de réduire le chômage à ce niveau. Nous avons une population vieillissante, mais nous avons tellement de jeunes qui sont sans emploi et disponibles pour intégrer le marché du travail, en fonction de leur formation et de leur éducation, ce qui est un autre problème, mais il y a d'immenses ressources humaines disponibles en Europe, donc 1 ou 1,5 % de croissance, ce n'est pas assez, et les gouvernements devraient être plus ambitieux. Cela signifie qu'ils devraient poser les bons objectifs de réformes structurelles du marché du travail et du système éducatif pour rendre l'Europe plus compétitive à un niveau mondial.

Mon deuxième point est une réaction à vos propos, John. Je suis complètement d'accord avec la faiblesse de l'investissement que nous voyons à présent, mais c'est encore pire que cela, car une partie de ce nous investissons est de l'investissement productif à intérêt zéro, mais nous investissons dans l'immobilier. Il y a eu une énorme augmentation de la dette hypothécaire dans le public pour financer le logement et l'immobilier. Est-ce un investissement productif, vecteur de croissance pour l'avenir ? Non. Le problème que nous avons maintenant, dans une situation de bas taux d'intérêt qui dure, est que nous investissons de plus en plus dans des choses qui ne sont pas vraiment les bons investissements pour le futur, donc nous commençons à dégrader la qualité du stock de capitaux, et à long terme, nous aurons moins de croissance car la qualité du stock de capitaux aura baissé. Par conséquent, nous nous plaignons du manque d'investissements mais la qualité de l'investissement n'est pas ce qu'elle devrait être.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Merci beaucoup. J'ai une question pour vous mais aussi pour John. Je suis frappé du fait que la devise, en particulier aux Etats-Unis, mais aussi dans un grand nombre d'économies avancées, est que nous recherchons désespérément une demande interne forte, que l'investissement faible est une catastrophe, etc., mais quand je regarde les comptes courants, qu'est-ce que je vois ? Je vois un déficit de -2,5 % dans les comptes courants américains. Y-a-t-il vraiment un manque de demande interne aux Etats-Unis ? -5 % au Royaume-Uni. Est-ce là un manque de demande interne ? Moins 3 ou 3,5 % en Australie, moins 3 % au Canada, donc où est le manque de demande interne ? Il y a toujours une surconsommation et un surinvestissement qui sont absolument flagrants, mais j'hésite à faire un véritable diagnostic sur certaines économies avancées.

Je vais inclure mon propre pays dans cette catégorie, mais pas toutes les économies avancées. Il est vrai que l'Europe, ou la zone euro, semble étrange, car nous avons à l'heure actuelle un excédent de compte de 3 %, et d'autres pays semblent encore plus étranges. John, quelle est votre réaction à cela ?

John LIPSKY, Senior Fellow, Foreign Policy Institute, Johns Hopkins University's Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS); premier directeur général adjoint, FMI

J'étais assis ici à penser que si je pouvais, je vous donnerais à tous un billet d'avion pour la Silicon Valley, où la météo est plus clémente et les gens plus enthousiastes à propos des perspectives. L'humeur est complètement différente et c'est vraiment frappant ici. Par où commencer ? Daniel, il y a beaucoup de substance dans vos propos, c'est certain. Quand vous parlez des guerres de devises, c'est un peu comme les ongles sur un tableau noir, comme on dit aux Etats-Unis : cela me donne des frissons d'horreur, car je me souviens de la première fois où cela a été évoqué par Guido Mantega, le ministre des Finances brésilien, à Séoul. C'était très utile, car on savait qu'il essayait de dire qu'il ne voulait pas parler de son déficit fiscal mais voulait blâmer quelqu'un d'autre, et maintenant on doit récolter ce qu'on a semé.

Franchement, je vais dire que, étant donné les énormes incertitudes de la période post-2007, j'ai été surpris de la stabilité des principales monnaies de change, pas le contraire ; je ne pense pas qu'elles aient été la source de nombreux problèmes jusqu'à récemment avec la hausse du dollar à son plus haut niveau depuis 12 ans. Comme je l'ai dit dans mes remarques, on commence à se demander s'il est possible qu'il arrive à un point où il va gêner la perspective américaine. Cependant, il n'est pas clair à mes yeux que les soi-disant guerres de devises aient été si préjudiciables aux économies majeures ; au contraire, donc ce point ne me dérange pas tant que ça.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Je vis avec le G7 depuis 35 ans. Il y a eu une période où toutes les principales monnaies convertibles, disons le panier des DTS, jouaient à un jeu de flottement libre. Je me souviens d'avoir eu personnellement d'énormes difficultés à convaincre les Etats-Unis, avec mes amis européens, qu'à 0,83, peut-être que l'euro était trop bas et le dollar trop haut : nous avons eu beaucoup de mal. Aujourd'hui, il semble que nous soyons dans un monde totalement différent car tous les économistes américains auraient décrété il y a peu qu'un dollar si peu compétitif serait inacceptable. Du point de vue des taux de change, il y a vraiment une période et une humeur pré-crise et une période et une humeur post-crise, et je dois dire que c'était la même chose quand l'euro était monté en flèche à 1,50. J'ai tenté de faire monter mes amis américains à bord, de leur dire qu'ils devaient faire quelque chose, car le dollar était trop faible et l'euro trop haut, et c'était très difficile. C'était avant la crise bien sûr.

Il me semble qu'à l'heure actuelle nous n'avons pas une « guerre des monnaies » mais les partenaires principaux sont très attentifs au niveau des monnaies essentielles. C'est certainement important, car cela donne peut-être une fenêtre d'opportunité aux monnaies principales et au FMI, qui pourraient ainsi décider qu'ils ne devraient pas trop s'éloigner des « taux d'équilibre agréés ». Dans la mesure où nous surveillons la situation de beaucoup plus près maintenant, peut-être pourrions-nous tenter une nouvelle façon de gérer le système de changes flottants ? Nous verrons...

John LIPSKY, Senior Fellow, Foreign Policy Institute, Johns Hopkins University's Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS); premier directeur général adjoint, FMI

En ce qui concerne les taux de change, je dois avouer que je suis assez surpris de toute l'excitation quant aux mouvements de la monnaie chinoise en août. Le rattachement au dollar a hissé le renminbi d'environ 12 % l'année précédente en termes d'efficacité réelle, et le mouvement d'août n'a renversé qu'une petite partie de ces gains antérieurs, je dois dire que c'était beaucoup de bruit pour relativement pas grand-chose.

De la même façon, puis-je être un peu sceptique et juste légèrement cynique quant au QE ? Il y a une limite à ce qu'on pouvait attendre du QE. Alors que le premier round aux Etats-Unis et ailleurs a été productif, dans le sens où il éliminait l'incertitude quant à la position sur la politique monétaire, il n'est pas clair de déterminer du tout dans quelle mesure les politiques américaines QE2 et QE3 furent effectives. La première action (QE1) était essentiellement un signal qui disait : « Ne vous inquiétez pas à notre propos, nous ferons beaucoup pour vous accommoder ». Personnellement, si j'avais été un banquier central, je n'aurais jamais voulu me retrouver dans la position de manquer de munitions et je ne peux rien faire pour aider. Par conséquent, les rounds suivants du QE étaient plus dans l'esprit suivant : « Nous allons essayer d'aider, mais n'y comptez pas trop ».

Nous nous souvenons tous des célèbres remarques de Mario Draghi : « Nous ferons ce qui sera nécessaire », et le reste de cette phrase était « et croyez-moi, cela sera assez ». Et là, je vous renvoie à ce qu'il a dit, pas cette année, mais il y a un an, à Jackson Hole. Mon interprétation de ce qu'il a dit a alors changé pour devenir : « Nous ferons tout ce que pouvons et croyez-moi, cela ne sera pas assez (seul) ».

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Merci pour cette remarque, car elle illustre une chose très importante et sous-évaluée par les observateurs mondiaux. Les actions de la BCE ont été largement des engagements hors bilan. Le « tout ce qui est nécessaire » était un pur engagement hors bilan, il ne s'est pas matérialisé. La totalité des soumissions à taux fixe, qui est une règle générale en Europe pour fournir des liquidités, est un extraordinaire engagement hors bilan : si la BCE reçoit demain une demande de 2 billions d'euros, elle va donner 2 billions d'euros car c'est l'engagement, et ce n'est pas vraiment pris en compte par les observateurs, ou même par les participants du marché, car ce n'est pas visible, ce n'est pas sur le bilan, et on a du mal à comprendre que c'est un engagement. Tout le monde le saurait si c'était une entreprise privée prenant un énorme engagement hors bilan, mais pour les banques centrales, ce n'est pas pleinement reconnu.

Nous avons deux interventions et ensuite nous continuerons la transition avec la politique monétaire.

John LIPSKY, Senior Fellow, Foreign Policy Institute, Johns Hopkins University's Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS); premier directeur général adjoint, FMI

Je vais faire deux remarques finales. Il est certainement possible qu'il y ait une longue période d'aversion au risque exacerbé après une grosse crise. Il est également possible que le vieillissement des populations ait changé l'attitude par rapport au risque, mais je voudrais revenir à un domaine qui est à mon sens sous-apprécié, et ce sont les difficultés du secteur financier. Ce n'est pas qu'il y a une bonne façon de faire et une mauvaise façon de faire, mais l'un des avantages d'un mécanisme de financement d'affaires dominé par la vente de titres est qu'il permet un assainissement relativement rapide des bilans, et la restauration de valeurs d'actifs plus résistantes. Ce processus est bien plus dur et plus lent dans un système mené par les banques.

Deuxièmement, il n'est toujours pas largement reconnu qu'environ 50 % de tous les actifs hypothéqués « toxiques » américains se sont retrouvés sur les bilans des institutions européennes. A mesure que la crise s'est dévoilée après Lehman, cela a produit des effets localisés, dans lesquels vous aviez certaines institutions européennes détenant des actifs en dollars financés au travers de sources de gros. Quand le marché interbancaire a fermé, ils seraient devenus insolubles sans les actions des autorités monétaires. Par conséquent, l'assainissement des bilans bancaires de l'Europe – et les réductions de valeurs associées – a progressé très lentement, représentant un vent contraire sous-estimé pour la croissance de l'UE.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

John, je suis partiellement d'accord avec vous. N'oublions pas, tout d'abord, qu'avant la crise, 80 % du financement des économies européennes se faisait par les banques, et seulement 20 % aux Etats-Unis, donc il était plus facile de nettoyer 20 % du financement de l'économie. La taille du problème aux Etats-Unis, si on se concentre sur les banques, était très modeste comparé au nôtre, donc c'était beaucoup plus compliqué pour nous. Ce que nous devons faire, c'était nettoyer, sans l'interrompre, le financement de nos propres économies, tout comme la Fed a dû le faire pour les marchés américains, c'est-à-dire éviter un arrêt soudain du financement de toute l'économie américaine au moyen de ces achats extraordinairement audacieux des hypothèques et bons du trésor.

Cependant, il est un peu trop facile de faire du « *bashing* européen » et d'expliquer que les banques européennes étaient pourries et que nous avons eu du mal à nettoyer la situation. On pourrait tout aussi bien dire que les marchés financiers américains étaient également complètement pourris ; tellement pourris qu'ils étaient sous la menace immédiate d'arrêts soudains, et que la Fed d'un côté et Freddie Mac et Fannie May de l'autre ont dû faire tout ce qu'ils pouvaient pour sauver le système. C'était du socialisme pur, si je peux employer le langage de la branche droite du spectre politique américain. C'était vraiment les institutions publiques volant à la rescousse de l'ensemble des marchés dysfonctionnels. Cependant, on n'entend jamais cela ; ce qu'on entend c'est que les Européens ont été d'une incroyable maladresse dans leur gestion de la crise. C'est un peu plus complexe que cela, évidemment, mais je suis d'accord avec vous, bien sûr, sur le fait que ça été très long et laborieux, et ça l'est toujours, car une partie de l'Europe possède encore un gigantesque levier d'emprunts non performants, et c'est une histoire très complexe dont il est difficile de sortir.

Korn CHATIKAVANIJ, ancien ministre des Finances de Thaïlande

Je vous revenir sur le deuxième point de Daniel, à propos de la perspective de la hausse des taux par la Fed et de savoir si elle devrait se produire compte tenu des taux d'économie élevés que nous avons dans le système, en partie reflétés par le haut niveau de bénéfices dans les entreprises, et comment cela pourrait réellement motiver un niveau encore plus grand d'économies.

Mon observation, qui est en réalité une question, est que les Etats-Unis semblent envisager la potentialité d'augmenter les taux d'intérêt sur la base des conditions internes, mais en réalité, c'est un problème mondial. Lorsqu'on a introduit le QE et que les taux ont été réduits, comme nous le savons, ce qui s'est passé, c'est que beaucoup des excédents de liquidité ont cherché des forts rendements dans les marchés émergents, avec un effet de levier également, donc le ratio n'était pas de 1:1 mais de 1:5 ou 1:7. Par conséquent, quand les Etats-Unis prendront la décision d'inverser cela, il y aura un impact multiplicateur, en particulier sur les économies émergentes, et cela pourrait être très déstabilisant.



Je me demande quelle est la part de cet élément dans l'équation de prise de décision de la Fed, si c'est une inquiétude, et en fait quel mal il y aurait à ce que les taux soient maintenus à un bas niveau étant donné les bas taux de croissance dans le monde entier. Pourquoi est-il nécessaire que les taux soient augmentés à ce stade ?

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Pouvez-vous accepter d'entendre que quand ils ont commencé le QE et les taux zéro, le monde émergent a protesté violemment en disant que c'était complètement déstabilisant et c'était, de façon évidente, un choc ?

Korn CHATIKAVANIJ, ancien ministre des Finances de Thaïlande

La protestation en Asie était en partie de l'indignation en mémoire de la politique américaine via le FMI sur notre politique de taux d'intérêt en 1997, qui était dans l'autre sens, mais je pense que nous avons tous admis que c'était une étape nécessaire, et en fait nous aurions dû prendre les mêmes mesures en 1997 pour trouver une solution. Nous étions indignés.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Je comprends votre argument. Quoi que fassent les économies majeures, les économies avancées, c'est déstabilisant pour les pays émergents dans tous les cas, car leur action a trop d'influence. L'économie réelle est maintenant bien équilibrée au niveau mondial, et l'influence de la finance des économies avancées est bien toujours énorme, alors que celle des économies émergentes est modeste. Par conséquent, n'importe quelle action des économies avancées sur ce plan est vue comme arbitraire, car les pays émergents doivent gérer un choc financier qui n'est pas conçu pour leurs besoins. Il me semble ici que l'enjeu, c'est l'asymétrie de l'influence financière et monétaire.

Bozidar DJELIC, associé-gérant et responsable de l'Europe centrale et de l'Europe de l'Est, Lazard ; ancien vice-Premier ministre de la Serbie

Je ne vais pas parler de politique monétaire, bien que nous ayons déjà dit beaucoup à ce propos, ni des banquiers, bien que je sois un banquier, après avoir quitté la politique publique. Nous parlerons certainement de ça plus tard. J'ai juste deux idées, une générale : le ton de notre discussion me rappelle que de temps en temps, quand les choses sont difficiles, et c'est difficile en ce moment, c'est la fin du monde. C'était la fin du monde dans les années 70, et le Club de Rome a publié un article et un rapport pour dire que nous devons arrêter de faire des enfants, que c'était fini, que dans 20 ans nous serions en famine, etc. J'étais étudiant à Harvard quand l'Amérique était sur le point de se faire renverser par le Japon, et en vérité je me souviens clairement qu'un collègue patriotique avait relevé tous les noms des professeurs ayant des voitures japonaises, et cette liste a été publiée. C'était de la haute trahison car l'Amérique allait être renversée par le Japon. Nous devrions nous garder de tomber dans ce travers.

Deuxièmement, ne prenez surtout pas ce que je vais dire comme de la publicité gratuite pour la boîte où je travaille à l'heure actuelle, mais il s'avère que nous travaillons avec de nombreux gouvernements dans le monde entier, et ils paient, assez cher en fait. Cependant, c'est un bon remplacement pour ce qu'ils veulent faire, car la parole ne coûte pas cher et les réformes soutenues par des ressources, c'est plus dur. Je voudrais vous donner quelques idées de ce point de vue, qui n'est pas macro ou meso, pour illustrer que tous les gouvernements et les politiciens maléfiques ne sont pas immobiles à attendre la tempête générée par le recul du QE et des prix des marchandises.

Je vais juste vous donner quelques exemples. Le pétrole est une malédiction, mais quand il disparaît, cela vous force à faire certaines choses, donc en ce moment au Gabon, les personnes au pouvoir ont senti le vent tourner et ont annulé 80 % des projets d'investissements. Comment on réagit à cela et que peut-on proposer ? Prenez le sultanat d'Oman, où Sa Majesté Qaboos bin Said al-Said est le dirigeant, le Premier ministre, le ministre des Affaires étrangères, le ministre de la Défense, le ministre des Finances et le gouverneur de la Banque centrale. Il est actuellement en mauvaise santé, mais le problème est que la très grosse chute des hydrocarbures ne laisse pas d'autres choix que de travailler sur la gouvernance. Vous pouvez imaginer les discussions très difficiles que nous pourrions avoir si le sultanat d'Oman, comme c'est le plan, visait les marchés financiers internationaux. Qui investirait dans l'auto-gouvernance ?



Cependant, c'est ce qui est en train de se passer. Cela ne sera pas fini en un an, mais c'est une indication intéressante. Concernant l'Ukraine, les énormes subventions russes incluses dans les prix du gaz avant même la chute du mur de Berlin ont été réduites de 80 %. Cela signifie-t-il que cela ne va jamais revenir s'il y a un changement dans la politique là-bas et le côté pro-Russe gagne ? Je ne dis pas cela, mais le gouvernement actuel a retiré 80 % et cela fait mal, bien sûr, mais c'est fait. Par conséquent, les gouvernements réagissent.

Le dernier exemple que j'aimerais donner, il y a des inquiétudes quant à la sécurité dans le monde arabe, couplées avec des problèmes internes très significatifs, qui n'ont rien à voir avec l'Islamisme. Puisque nous travaillons beaucoup avec l'Egypte, ce que j'ai entendu du président Sissi à chaque fois que je l'ai rencontré, c'est que tous les ans, il y avait entre 1,6 et 1,9 million de nouveaux Egyptiens et il demandait ce qu'ils allaient faire. Quand vous travaillez pour les Tunisiens, tous les jours, parce que c'est une démocratie, vous voyez des jeunes diplômés devant le Parlement avec leurs diplômes à la main disant qu'on leur a conseillé d'étudier pour avoir un boulot. Ce que je veux dire c'est que dans le monde arabe, le Printemps arabe ne s'est pas transformé en été, mais il y a beaucoup d'efforts à faire pour qu'il ne devienne pas un hiver profond, emportant le reste avec lui. Mon seul commentaire est que les humains ont une surprenante capacité à trouver des moyens de survie.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Je pourrais même ajouter à la description dramatique de Daniel en disant que d'après ce que je comprends des événements de 2008, nous étions au bord d'une dépression spectaculaire qui aurait pu être pire que 1929, mais nous en sommes sortis parce que nous avons réagi très rapidement, en deux jours et demi pour être précis. Jean-Pierre a quelques souvenirs de tout ça. Les gouvernements ont également réagi, et je ne les ai pas moi-même entendus dire à la fin de cette semaine que ce n'était pas leur problème, car c'était leur problème, et le monde financier dans son ensemble s'écroulait, en Europe aussi bien qu'aux Etats-Unis.

Daniel DAIANU, membre du conseil d'administration de la Banque Centrale de Roumanie; ancien ministre des Finances de Roumanie

Je voulais juste faire quelques commentaires rapides. Je suis d'accord avec vous, mais malheureusement, dans les fonctions objectives de la Fed il n'y a rien sur les externalités dans le monde entier. Cependant, il y a des compromis. Qu'est-ce que la Fed aurait dû faire ? C'était il y a des années. Auraient-ils dû regarder l'écroulement du secteur financier, comme l'a dit Jean-Claude, comme cela s'est passé pendant la grande dépression ? Pensez à la grande dépression aux Etats-Unis et en Europe et l'impact sur le reste du monde. Je sais qu'il est très difficile d'implanter des politiques macro-prudentielles, et ce n'est pas testé, mais il y a des compromis.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Il faut noter, à la décharge de la Réserve fédérale, que les minutes que nous avons eues des deux dernières rencontres mentionnent l'impact de leur décision à un niveau mondial, et ils ont explicitement mentionné la situation du reste du monde. Je suis d'accord, et il est probable que ça n'aurait fait que retarder de peu leur décision, mais nous sommes en présence d'un phénomène en mouvement, et dans tous les cas la bonne solution serait d'avoir un monde plus équilibré, car je comprends bien que l'asymétrie actuelle est difficile à accepter pour le monde émergent.

John LIPSKY, Senior Fellow, Foreign Policy Institute, Johns Hopkins University's Paul H. Nitze School of Advanced International Studies (SAIS); premier directeur général adjoint, FMI

J'ai juste une remarque. Je suspecte que la sensibilité quant aux actions potentielles de la Fed est accrue par l'expérience de ce qu'on appelle le *taper tantrum*, et j'ai toujours été convaincu que l'action de la Fed en elle-même n'était pas la cause principale de la réaction des marchés à ce moment-là. Au lieu de ça, l'annonce de la Fed d'une possibilité d'amincissement de ses achats de titres a cristallisé le sentiment qui était prévalent à l'époque dans le marché que la croissance américaine avait été sous-estimée. Ainsi, l'annonce de la Fed est arrivée pile au moment où les investisseurs commençaient à penser qu'ils étaient au mauvais endroit avec leur portfolio. Le résultat fut une sorte de panique du marché – une précipitation vers la sortie si vous voulez. Cependant, quand vous regardez combien de temps cette réaction a duré, ce n'était pas long.



Par conséquent, s'il y a resserrage en décembre, ça doit être l'action la plus télégraphiée de tous les temps, et si la réaction est régie par la surprise, ce sera étonnant.