

DEUXIEME PARTIE

Politique monétaire

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Nous avons déjà couvert de nombreux aspects de la politique monétaire, mais j'aimerais vraiment beaucoup que Marek, du haut de sa propre vision et de sa propre expérience, nous dise un mot, peut-être, et ensuite nous discuterons un peu sur la politique monétaire et les mesures non conventionnelles.

Marek BELKA, président de la Banque nationale de Pologne

Merci Jean-Claude. J'avais en fait compris que vous m'aviez demandé de commencer avec la politique monétaire généralement et suggéré que j'évite de nourrir les flammes que nous avons vues lors de la discussion sur l'économie mondiale. Laissez-moi juste faire une remarque sur cette discussion. J'aimerais que la discussion se concentre sur si oui ou non les sept ou huit dernières années de la crise ont mené à un rétrécissement des déséquilibres mondiaux ou pas. Je me souviens John, lorsque nous étions tous les deux dans la même institution et que nous mettions au point un MAP pour étudier l'évolution des déséquilibres mondiaux. Je voudrais réfléchir pour savoir si les conséquences de la crise ont apporté un rétrécissement ou pas. C'est simplement une réflexion.

Pour passer à la politique monétaire, si vous devez en parler, les discussions traiteront des politiques monétaires non conventionnelles ; c'est ce qui nous fait tous vibrer. Je comprends que les banques centrales ont pris ces mesures audacieuses et nécessaires à l'époque pour atteindre les points suivants : en premier, stimuler l'économie, qui était en crise profonde ou tombait en dépression profonde ; deuxièmement, donner aux autorités le temps soit de nettoyer les banques soit d'implanter des politiques structurelles si besoin. Dans certains cas, les politiques monétaires non conventionnelles ont servi à corriger un mélange politique qui était trop pro-cyclique, et là, je parle de l'Union européenne, bien sûr. L'austérité fiscale fut mise en place pour de nombreuses raisons, et je ne commenterai pas là-dessus, mais pour compenser les pro-cyclicités qui en résultaient, il fallait une politique monétaire très souple.

Est-ce que la politique monétaire non conventionnelle a été efficace dans l'ensemble ? Si on pose la question aux économistes des principales banques centrales, ils diront que oui, et ils montreront la baisse des taux d'intérêt tout au long de la courbe des taux d'intérêt ; cela ne fait aucun doute. Cependant, là où on commence à douter, c'est pour déterminer si cet impact sur les taux d'intérêt a vraiment eu des répercussions importantes sur l'économie réelle. On ne le sait pas, mais la réponse est probablement oui, et on peut en discuter. Le problème à présent, ce sont les effets collatéraux de cette politique monétaire, et nous avons dit 10 000 fois que nous voyageons ici en terre inconnue et que nous ne savons pas vraiment. Il y a dix ans, nous aurions sûrement été terrifiés de l'hyperinflation tapie quelque part, mais maintenant nous comprenons que ce n'est pas l'inflation mais la possibilité de créer des bulles financières, et pas nécessairement dans les pays qui produisent les politiques non conventionnelles mais ailleurs. Les politiques non conventionnelles sont extrêmement déstabilisantes pour les politiques monétaires et les politiques économiques en général dans de nombreuses économies de marché émergentes.

Lorsque je regarde mon pays, la Pologne, vous auriez du mal à le croire, mais je pense que nous sommes similaires au Mexique dans le sens monétaire. C'est comme dormir à côté d'un géant. Cependant, nous sommes traités différemment par les marchés. Le Mexique, le Brésil et l'Amérique latine en général souffrent d'une grande volatilité des capitaux entrants, sortants, des dévaluations, de l'appréciation, etc., mais pas tant que ça dans notre partie du monde ; d'une façon ou d'une autre, nous sommes différents, et je ne vais pas discuter de ça. Le problème à présent concerne les conséquences de la sortie. Nous avons déjà discuté de cela, et nous verrons dans quelques jours si notre peur de la sortie est exagérée ou non, mais la sortie doit advenir.

Pour résumer, car je ne vais pas passer plus de temps sur cela, des politiques monétaires non conventionnelles ou très souples ont été lancées, mises au point, par les principales banques centrales dans les économies avancées, principalement dans l'intérêt de ces économies. Ceci étant dit, je ne dis pas qu'un effondrement des économies



avancées ne signifierait pas l'écroulement total de l'économie mondiale dans son ensemble, donc c'était aussi indirectement dans l'intérêt des marchés émergents, mais à présent, cependant, avec la sortie, ce sont les marchés émergents, en particulier les grands pays aux capitaux ouverts, dépendants des flux, qui souffrent.

Une chose est absolument certaine : les politiques monétaires non conventionnelles ont amplifié la dominance du secteur financier sur l'économie réelle dans le monde entier. C'est l'une des plus grandes faiblesses que l'économie mondiale a développées sur les 20 ou 30 dernières années – les politiques non conventionnelles n'ont pas aidé, mais au contraire, elles ont exacerbé le problème.

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

Peut-être puis-je adopter un angle différent. J'accorde une grande importance au fait que cette conférence est à propos de gouvernance mondiale ; mon sentiment est que nous avons actuellement un décalage de gouvernance au niveau mondial, un décalage de gouvernance macroéconomique. On a trop insisté sur les politiques monétaires et financières et les gouvernements n'ont pas assez agi sur les réformes structurelles. Vous aviez raison, Jean-Claude, de dire que lorsque que la crise a éclaté, les banques centrales devaient agir, car c'était un problème de liquidités, c'était un problème de stabilité du système bancaire, donc un problème pour les banques centrales, et elles ont commencé à agir de façon décisive avec l'aide des gouvernements.

Cependant, c'était en 2007 ; nous sommes presque dix ans plus tard, et les banques centrales sont toujours sur le devant de la scène, elles sont les acteurs principaux pour réparer l'économie mondiale. Nous voyons à présent qu'une politique monétaire expansionniste ne suffit pas à générer une croissance durable. Un des éléments manquants est la confiance. Les taux d'intérêt sont au plus bas niveau possible, zéro dans certains pays, mais personne n'investit, et si personne n'investit, c'est parce que les gens n'ont pas confiance en l'avenir, et si les gens n'ont pas confiance en l'avenir, c'est parce qu'ils ne comprennent pas vraiment ce que la macro-politique sera à l'avenir, quand les réformes seront mises en place et la compétitivité revenue, et nous manquons de transparence. Les gouvernements ne font pas ce qui est à présent nécessaire pour améliorer le climat, créer la transparence et la vision pour le secteur privé, car l'argent est là, nous disposons d'économies importantes, mais celles-ci sont mobilisées par les investissements financiers ou les investissements à bas rendement plutôt que dans des investissements qui génèrent de la croissance.

Par conséquent, peut-être que l'histoire posera la question de savoir si les banques centrales sont allées trop loin, et auraient dû aller voir les gouvernements plus tôt pour dire que leur travail était fini, et qu'il était temps que les gouvernements fassent le leur. Jean-Claude, vous savez que le dialogue avec les gouvernements est extrêmement difficile mais en effet, plus les banques centrales en font, moins elles encouragent les gouvernements à agir, et ceux-ci sont ravis que les banques centrales les soulagent des problèmes macroéconomiques.

Mon sentiment est qu'on pourrait avoir un cas où la politique des banques centrales pourrait avoir des effets secondaires négatifs. Je vais encore mentionner le cas des taux d'intérêt très bas et de la basse qualité de l'investissement ; si cela continue, nous pourrions avoir un stock de capital de mauvaise qualité avec un impact négatif sur la croissance future. Il est peut-être temps de commencer un dialogue très fort entre les banques centrales et les gouvernements.

Marek BELKA, président de la Banque nationale de Pologne

J'entends parfois l'opinion formulée par Jean-Pierre, selon laquelle plus les banques centrales agissent, moins les gouvernements se sentent obligés de le faire. Je ne suis pas contre cette déclaration, mais si vous y souscrivez, c'est probablement la plus dure critique de la démocratie parlementaire qu'on puisse faire.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Où peut-on placer la limite dans l'envoi de messages horriblement durs aux gouvernements ? J'en suis la preuve : plusieurs fois, avec 16 ou 17 dirigeants gouvernementaux autour de la table, j'ai parlé comme si j'étais le maître de la classe face à un groupe de mauvais élèves, et jamais je n'aurais imaginé que ça puisse être le cas, mais dans le cas de cette crise, c'était assez extraordinaire de voir l'étendue dans laquelle la fameuse influence politique exercée sur



les banques centrales était complètement inversée. Tout du moins c'est ce que j'ai ressenti. Est-ce que ces leçons ont été entendues et efficaces ? C'est une autre histoire. Avant la crise, il était impensable dans le monde anglo-saxon qu'un banquier central puisse dire que la politique fiscale du gouvernement était mauvaise et devait être corrigée. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre n'aurait pas pu dire ça, car cela aurait signifié entrer dans un domaine hors de sa portée, et il aurait dû immédiatement faire face à une contre-attaque du gouvernement.

Les conditions de quasi-indépendance de la banque centrale dans le monde anglo-saxon étaient basés sur cette division des tâches : les politiques économiques et fiscales pour le gouvernement ; les politiques monétaires pour la banque centrale. Maintenant, les banques centrales parlent de politique fiscale, aux Etats-Unis comme en Angleterre, j'ai été témoin de ces changements, tout comme vous. Par conséquent, la crise nous a sans aucun doute poussés à changer notre relation avec les branches exécutives, mais pour revenir à Marek, la démocratie est la démocratie, et le véritable dilemme d'une banque centrale est qu'elle a son propre mandat, qui dans la plupart des cas est la stabilité des prix. Si nous voyons que nous n'avons pas de stabilité des prix car l'inflation est trop basse, même si nous partons du principe que c'est en grande partie dû à une absence de réformes structurelles par les gouvernements, les banques centrales doivent agir.

En résumé, mon opinion est qu'il reste toujours du devoir des banques centrales de prendre les mesures nécessaires pour assurer la stabilité des prix – contre l'inflation tout autant que contre la déflation – même si la situation est en grande partie due à des faiblesses des politiques fiscales, économiques et structurelles des branches exécutives. Mais, dans le même temps qu'elles prennent les mesures nécessaires, elles doivent envoyer les messages appropriés aux gouvernements et à tous les autres partenaires. C'est en effet ce qu'elles font, même si les résultats sont décevants.

Juste pour réagir à ce qui a été dit, les banques centrales devraient au moins commencer à voir le côté négatif non intentionnel des stratégies qu'elles mettent en place, et constater qu'elles auront des problèmes supplémentaires associés à ce qu'elles font si les autres partenaires ne font pas leur travail.

Jonathan FRIED, ambassadeur et représentant permanent du Canada auprès de l'OMC ; ancien sous-ministre délégué aux Affaires étrangères et au Commerce international ; ancien conseiller principal en politique étrangère auprès du Premier ministre, Canada

Je me demande si je pourrais développer sur la base de l'observation de Jean-Pierre.

[Pause dans l'audio 01.54.06-01.55.59].

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

C'est une très bonne question, et je pense que nous pourrions commenter sur ce point.

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

Quand Jean-Pierre a dit qu'une banque centrale devrait prévenir les autres parties prenantes des effets secondaires de leurs politiques, ce serait parfait si les banques centrales étaient dépositaires d'un savoir total. Ce n'est pas le cas, et il y a des opinions conflictuelles sur ce que sont les politiques appropriées. Pour revenir à la dernière remarque, nous avons une opinion BRI, qui est partagée par pas mal de monde, qui dit que nous avons besoin d'augmenter les taux d'intérêt car il y a eu beaucoup de mauvais usage des ressources enraciné dans la grande période de modération, et si nous continuons dans cette direction, nous continuerons la recherche de profit et approfondirons le mésusage des ressources. Il y a une autre opinion qui dit qu'il y a peut-être un mésusage massif des ressources, mais il y a aussi une sous-utilisation des ressources tellement énorme que nous finissons avec un gros problème d'hystérésis ; que ce dernier doit être réglé et que l'investissement est la bonne façon de faire. Certains plaident en faveur de l'investissement dans les infrastructures que ce soit en Europe ou aux Etats-Unis.

Par conséquent, les choses ne sont pas nettes et simples ; ce n'est pas comme si une personne avait entièrement et indéniablement raison en termes de politiques. Je n'adhère pas à l'opinion de Larry Summers, mais il n'est pas le seul



à plaider en faveur de politiques qui devraient combattre la sous-utilisation persistante des ressources, qui entraîne l'hystérésis. Il y a eu une domination fiscale des politiques monétaires depuis que les banques centrales ont été obligées de sauver les banques, le système financier, jusqu'aux économies. Et nous avons ici une explication de l'usage des politiques non conventionnelles, car les outils traditionnels n'étaient plus possibles. Deuxièmement, il y a également une sorte de domination financière dans la mesure où les banques centrales redécouvrent la stabilité financière comme objectif essentiel de la politique ; les banques centrales comprennent qu'il est faux de penser que la stabilité des prix est équivalente à la stabilité financière. On travaille depuis plusieurs décennies selon un paradigme simpliste.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Non.

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

C'est mon opinion. Les gens ont compris que la stabilité financière correspond à une réalité différente, et maintenant on demande aux banques centrales de penser à la stabilité financière en même temps qu'à la stabilité des prix. Il y a aussi eu un retour de bâton envers les banques centrales, et je sens une pression qui monte. Certaines personnes parlent du degré d'autonomie que les banques centrales devraient avoir – je ne parle pas d'indépendance. Car il ne peut pas y avoir une indépendance totale dans une démocratie.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Voyons, Daniel.

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

Je ne dis pas que les banques centrales ne devraient pas être indépendantes d'un point de vue opérationnel. Mais le président de la BCE, vous-même quand vous étiez à la barre de la BCE, vous avez été au Parlement européen pour expliquer vos politiques. Les autres dirigeants de banques centrales font la même chose devant les parlements.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Oui, bien sûr, mais cela ne signifie pas que nous prenons nos instructions du Parlement européen.

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

Je n'ai pas dit ça.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Il est clair que, dans une démocratie, une institution ou autorité indépendante est le dernier recours avant le peuple, avant l'opinion publique ; c'est absolument clair. Cependant, aller au Parlement européen six ou sept fois par an ne veut pas dire que nous dépendons de lui.

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

C'est quelque chose qui est normal et démocratique. Quand il s'agit du mélange politique, je pense qu'il y a de la marge pour augmenter les taux d'intérêt, mais graduellement, et aussi pour dépenser. Il y a des économies là où il pourrait y avoir des dépenses, car il y a de la marge pour plus de dépenses. C'est le cas en Europe également, dans

la zone euro, qui affiche un surplus comptable substantiel. Il est vrai que ce n'est pas la zone euro en elle-même, car l'Allemagne est essentiellement responsable de cet important surplus, et elle a de la marge pour plus de dépenses.

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

J'ai trois points, inspirés par la discussion jusqu'à présent, une sur le QE et la démocratie, une sur le QE et les relations internationales, et une sur le QE et la bulle. Concernant la première, l'indépendance de la banque centrale peut être regardée comme l'un des plus grands succès des 30 dernières années, car cela a aidé entre autres à éviter l'intervention politique dans le secteur bancaire, c'est certain, mais dans le même temps, il y a de nombreux problèmes en termes de contrôle de la dépense publique. Maintenant nous avons le QE et, l'une des raisons pour lesquelles la Fed a été impliquée n'est pas liée au fait que le QE n'a pas commencé du côté fiscal, mais est due au plan TARP, et les premiers 800 milliards de dollars ont été si difficiles à dépenser, car il fallait choisir s'ils allaient être mobilisés dans l'industrie automobile, les hypothèques ou l'approche socialiste de n'importe qui d'autre.

Par conséquent, l'article 38 de la charte de la Fed, qui n'avait rien à voir avec cette situation, a été utilisé et complètement étendu pour devenir ce qu'il est maintenant, au point qu'une grande partie de Dodd-Frank concernait l'injection de plus de surveillance et de contrôle de la réglementation. Le problème n'est pas seulement que les banques centrales disent de plus en plus aux gouvernements ce qu'ils doivent faire ; elles font ce que les gouvernements devraient faire. Concernant l'aspect redistributif du QE, à savoir la question de la destination de l'argent, pour lequel les personnes élues doivent normalement rendre des comptes sous le contrôle strict du parlement, cela n'a pas été le cas. Il y a tellement d'études à présent qui demandent qui sont les gagnants et perdants du QE, et Jeremy Corbyn affirme maintenant que le QE est nécessaire au bien de la population. C'est l'un de ses arguments principaux, car ce sont les rentiers, les personnes âgées et les personnes non productives qui ont reçu l'argent, et pas les gens censés créer la richesse de demain. A qui la faute ? Aux banquiers centraux, et c'est pourquoi, pour conclure mon premier point sur la démocratie, on ne devrait pas être complètement surpris qu'on ait demandé à M. Bernanke, au centième anniversaire de la Fed à la BBR, s'il était complètement indépendant. Il a demandé de quoi cela dépendait, et a dit que c'était vrai pour le réglage des taux, mais que pour le QE il ne se considérait pas à même de prendre toutes les décisions lui-même.

Mon hypothèse est que le QE est là pour durer, donc ce problème ne va pas disparaître, et nous ferions mieux de mettre en place une surveillance démocratique appropriée, car un jour quelqu'un va poser les mêmes questions à un banquier central qu'on pose aux politiciens, donc il devrait y avoir plus de surveillance.

En ce qui concerne le problème international, bien sûr les marchés émergents ont l'air d'enfants criards, pleurant quand cela commence et pleurant quand cela finit. Cependant, il est vrai que dans un monde qui est mieux géré et de façon plus coordonnée, voici une entité qui prend de l'argent et qui vous donne de l'argent, tant que vous êtes au milieu et que vous ne prenez effectivement pas parti. Par conséquent, cette année la question des revenus fixes des marchés émergents tourne au bain de sang, pas parce que les pays qui essaient de lever des obligations subissent de mauvais résultats, mais parce que tout le monde attend ce que Janet Yellen va dire.

Par conséquent, il y a beaucoup d'anticipation ; cela fait du mal à beaucoup de pays émergents ou en transition sans qu'ils en soient responsables dans les faits. Avec ce type de gestion internationale, avec le FMI comme gardien des liquidités, il devrait probablement y avoir une analyse permanente, comme dans le cas des comptes courants, de ce qu'il arrive à l'argent qui sort du QE et qui est prélevé afin d'être mieux géré.

Le dernier point concerne le QE et la bulle. J'ai dit que j'étais un banquier d'investissement, alors laissez-moi vous donner trois chiffres. Le plafond du marché mondial en 2000 était de 53 billions de dollars, 36 billions en 2009 et 64 billions en ce moment, un record. Nous avons parlé des difficultés des dernières années, et entre 2009 et 2015 nous avons presque doublé, donc en tant que banquiers d'investissement, nous avons de très bons résultats. Le montant des fusions & acquisitions divisé par la capitalisation boursière, qui était de 9,1 % en 2006, avant la crise, est tombé à 5,1 % en 2009, et je suis ravi de dire qu'il est à 7,1 % aujourd'hui, et il continue à augmenter. De nombreuses personnes qui étudient les crises vous diront que c'est un très gentil avertissement des corrections à venir. Les banquiers d'investissement vont très bien, les bonus vont très bien, mais dans un ou deux ans, cela va changer.

Sean CLEARY, Vice-président de la FutureWorld Foundation et président de Strategic Concepts (Pty) Ltd

Puis-je pousser ce raisonnement un cran plus loin ? Cette situation implique un défi, qui résulte du fait que nous avons tendance à examiner ces questions en silos sans penser au contexte systémique dans lequel tout se produit. J'ai énormément apprécié votre conférence de 2009 au Clare College sur le risque systémique, Jean-Claude, donc c'est en partie le contexte dans lequel je veux parler maintenant.

Pour revenir à Jackson Hole en 2013, l'argument que nous avançons aujourd'hui a été avancé alors : les politiques monétaires non conventionnelles sont essentielles pour sauver le système. Je vous ai entendu commenter lors de précédentes occasions, Jean-Claude, qu'il n'y avait rien dans les livres et que chacun devait inventer à mesure qu'il avançait dans ce domaine, et que les politiques non conventionnelles étaient nécessaires pour sauver le système à l'époque. Cependant, le rapport du FMI pour le G20 avant Jackson Hole, que Christine Lagarde a ensuite largement cité à Jackson Hole en 2013, a avancé l'argument qu'évidemment, on avait besoin de réformes fiscales, financières et structurelles dans le secteur bancaire afin d'être capable d'égaliser la situation et de créer une quelconque durabilité fiscale à l'avenir. Dans un certain sens, il s'agit là d'une sagesse connue ; nous n'avons simplement pas fait tout ce que nous aurions dû faire dans ce domaine, peut-être, et par là même avons laissé trop de problèmes sur le dos des UMP.

Le deuxième point à relever sur ce sujet, c'est que concernant la question de la stagnation économique, l'absence de demande du secteur privé ou que sais-je, quand on parle de façon isolée de ce qui s'est réellement passé dans le système bancaire – et l'argument sur les banquiers d'investissement rend cela très clair – l'argument a tendance à être mal compris. Ce qui s'est passé au cours des six ou sept dernières années suite aux UMP, et en particulier à partir de 2010/2011, c'est qu'on avait d'énormes flux résultant de plus gros rendements nominaux vers les marchés émergents. L'estimation dans les observations de Christine Lagarde à Jackson Hole était d'un billion de dollars en flux vers les marchés émergents sur cette période. Elle a choisi de commenter que c'était 470 milliards de dollars au-dessus de la tendance structurelle à long terme, et en cours de route, cela a évidemment créé une pression sur les taux de change, cela a causé des bulles de capitaux propres et d'autres bulles d'actifs, simplement à cause du fait qu'il n'y avait pas de moyen immédiat d'accommoder cette finance supplémentaire au sein des structures existantes.

Nous avons vu ces chocs concernant les performances du marché émergent à l'époque où le *tapering* a été discuté par Bernanke, et une fois encore évidemment, les ajustements du taux de change, les écroulements du marché à court-terme, les corrections aigües et tout le reste ont été caractéristiques de ce phénomène. Cet aspect est inquiétant en lui-même pour des raisons qui vont bien au-delà de savoir si la politique monétaire, la politique fiscale ou la réforme structurelle sont la bonne façon de gérer ces questions. Franchement, elles portent grandement atteinte à la viabilité des systèmes politiques dans un grand nombre de pays, car les gouvernements ne contrôlent pas le bien-être ou la sécurité de leur peuple de façon significative. Le résultat de tout cela, c'est que la confiance dans le système politique, et pas seulement la confiance dans l'économie, est en fait en train de chuter assez radicalement pas seulement dans les marchés émergents mais également dans les économies avancées, et nous voyons des chocs démocratiques assez considérables de ce point de vue.

Nous constatons aussi une augmentation significative de l'inégalité sociale, exprimée à la fois dans les ratios de revenus et de richesse, comme tout le monde le sait, j'en suis sûr. Adair Turner a fait grand bruit à ce sujet, déclarant en effet que la chute des taux d'intérêt associée au levier grandissant et à l'augmentation du ratio capital vers revenu produisait une plus grande inégalité sociale de façon durable. En combinant un sentiment de perte de confiance dans les rouages des systèmes politiques avec une inégalité sociale grandissante alors que la richesse est concentrée dans les mains de ceux qui ont accès aux marchés financiers par le taux d'escompte et la possibilité très significative de levier, on accumule de façon profonde les problèmes pour l'avenir. Rien de tout cela n'est la faute des banquiers centraux ; les banquiers centraux se sont avancés pour monter la garde contre une invasion, ou pour utiliser une expression néerlandaise, mettre leur doigt dans le barrage. La façon dont on envisage les choses n'a pas vraiment d'importance.

Cependant, il serait très irresponsable de ne pas reconnaître les problèmes que nous accumulons en conséquence de cela. Nous avons augmenté l'instabilité économique en ne faisant pas en sorte que les gouvernements prennent les mesures qu'ils auraient dû prendre plus tôt dans ce domaine, nous avons augmenté l'inégalité sociale, et nous avons

endommagé la viabilité des systèmes politiques et le niveau de confiance dans ces systèmes pour l'avenir. Il doit y avoir des conséquences à tout cela.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

J'aurais tendance à être tout à fait d'accord avec vous, mais peut-être pas sur le fait que les banques centrales augmentent elles-mêmes l'inégalité sociale, car la pire inégalité aurait été une nouvelle et dramatique grande dépression, où des dizaines de millions de personnes seraient au chômage, et tout ce qui s'ensuit, mais parmi les conséquences inattendues, nous avons cet aspect qui est très réel. Jonathan a posé quelques très bonnes questions, et je ne regrette que d'avoir utilisé les mots « politique fiscale », car ce n'est pas exactement l'enjeu, à part pour certains pays en Europe. Ensuite, il faut être prudents avant d'appliquer des observations faites au Canada, aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni à l'Europe, où, dans notre situation, jusqu'à 40 % du PIB de la zone euro était en danger de ne plus être financé en 2010, 2011 et 2012. Cela a fini en 2012, mais pendant deux années entières, le problème principal était de regagner de la solvabilité, et cette succession d'évènements était complètement dramatique, au point où j'ai signé deux lettres, une pour le Premier ministre espagnol et l'autre pour le Premier ministre Italien, ce qui soulignait plus ou moins le fait qu'ils devaient faire prendre à leur politique un virage à 180 degrés, car leurs signatures n'avaient plus aucune crédibilité. Nous sommes intervenus massivement en Espagne et en Italie pour sauver la situation.

Par conséquent, appliquer le modèle austérité contre croissance à ces deux pays, qui se battaient pour regagner leur solvabilité, ne correspond pas exactement à la situation. Cependant, les réformes structurelles et tous les autres aspects de la responsabilité des gouvernements sont en jeu ici, et j'aurais dû utiliser les mots « réformes structurelles » plutôt que « politiques fiscales ».

Jonathan FRIED, ambassadeur et représentant permanent du Canada auprès de l'OMC ; ancien sous-ministre délégué aux Affaires étrangères et au Commerce international ; ancien conseiller principal en politique étrangère auprès du Premier ministre, Canada

Est-ce que quelqu'un souhaite commenter sur les modèles de consommation au Japon ?

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

En ce qui concerne le PIB du Japon, c'est une longue histoire, mais en résumé, il est basé sur le sondage des ménages, qui est vraiment une série de statistiques négatives, où le revenu nominal a chuté en un an de 1,2 % en septembre, mais les statistiques de salaires montrent 0,6 % d'augmentation. Ne faites pas confiance aux estimations rapides du PIB sur cette base ! Le PIB d'il y a deux ans et plus juste car il est basé sur les tableaux d'entrées et sorties ; c'est ma réponse rapide. Cependant, pour répondre plus sérieusement aux questions de Jonathan, le QE va devenir beaucoup plus risqué si les conditions fiscales sont incertaines, et la consolidation fiscale n'est pas en vue. Le déficit budgétaire et la dette publique vont continuer de grimper, et dans de telles circonstances le QE va devenir très dangereux – cela va créer un jeu de Ponzi entre le gouvernement et la Banque centrale, qui achètera des obligations d'Etat, des bons du trésor ou que sais-je encore, et cela va finir par endommager l'intégrité de la monnaie. C'est ce que John Maynard Keynes appelle débaucher la monnaie. C'est un premier commentaire.

Un autre commentaire est que de nombreux arguments valables ont été avancés concernant l'effet du QE sur l'inégalité, le possible mésusage des ressources, etc. Cependant, qu'est-ce que les banques centrales pouvaient faire d'autre ? La majorité des banques centrales avaient conscience de ces effets secondaires, bien qu'ils ne l'admettent jamais, et l'instabilité financière était là. Que faire d'autre ? Il faut comparer les alternatives avec la véritable politique mise en place pour discuter de façon juste des actions de la Banque centrale.

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

Je dirai juste, pour défendre les banquiers centraux, qu'il est faux de croire que l'inégalité des salaires a augmenté sur les seules sept ou huit dernières années. C'est faux, et les banquiers centraux devaient choisir entre laisser le système tomber à l'égout ou intervenir. J'aimerais ajouter quelque chose que je trouve digne de remarque : je n'ai jamais vu les grands dirigeants de banques centrales prêter autant d'attention à l'inégalité des salaires autant que ces quelques dernières années ; la liste inclut Janet Yellen, Mark Carney, Andrew Haldane, les dirigeants de la BCE, du FMI. Je ne dis pas que le FMI ne s'en est jamais préoccupé, mais la façon dont il le fait maintenant est très inhabituelle. Elle montre que les banques centrales ne sont pas insensibles à ce qui se passe dans les sociétés. Il y a eu une dérive politique dans les économies occidentales depuis des décennies, car les gouvernements qui ne s'intéressent pas suffisamment à l'impact de leurs politiques sur la distribution des revenus, et maintenant, d'un coup, ils sont nombreux à blâmer les banques centrales à cause des effets de distribution de leurs politiques. Les banques centrales ont dû faire quelque chose pour éviter l'effondrement du système financier et tenter de relancer les moteurs, et les compromis sont inévitables.

Jean-Claude TRICHET, ancien président, BCE

Il est absolument évident que nous avons là un phénomène qui doit être compris plus entièrement, mais si je puis me permettre, je suis frappé par l'énorme difficulté que nous avons dans les économies avancées à revenir à ce qui est notre définition de la stabilité des prix, qui est maintenant de façon unanime 2 % ou proche. Quand je regarde tous les aménagements de la politique monétaire, je vois clairement pourquoi nous ne pouvons pas aller plus loin. On peut enchaîner les QE 4, 5, 6, 7, mais clairement, le problème ici est d'une autre nature. Est-t-il lié au fait que nous ne dépensons pas suffisamment en finance publique et pour le public en général ? Je n'y crois pas une seconde. Quand je regarde quasiment toutes les économies avancées, et le Japon en est l'exemple, le niveau de déficit accumulé est absolument gigantesque, et il n'y a quasiment aucune économie avancée que l'on considérerait comme saine.

Vous pouvez imaginer l'hypothèse inverse, ce qui serait arrivé si les banques centrales n'avaient pas acheté des bons du trésor en masse, et ma compréhension est que peut-être nous aurions eu de réels problèmes avec la solvabilité des meilleurs trésors au monde. Je me souviens que de temps en temps, on avait des articles très négatifs, même par les meilleures signatures du monde, en particulier aux Etats-Unis, donc nous avons peut-être ici un problème de nature complètement différente. Peut-être que le pouvoir de négociation du travail a considérablement diminué, et peut-être que les paies et salaires n'ont plus aucune énergie maintenant alors qu'ils devraient être plus dynamiques. Il serait impossible dans tous les cas, d'arriver à 2 % au Japon si nous n'avons pas le bon dynamisme du coût de la main d'œuvre, ce qui signifie bien sûr les salaires et services.

Par conséquent, il est très difficile de dire cela, car nous avons nous-mêmes combattu depuis des dizaines d'années pour la pratique de la modération des salaires, et je dois dire, quand j'applique cette observation de la zone euro, que j'ai vu des pays où le conseil serait clairement de donner au travail plus de pouvoir de négociation, et bien sûr l'Allemagne et les Pays-Bas en particulier en sont des exemples. Cependant, il y a d'autres pays où il serait insensé de dire cela ; dans les pays où il y a beaucoup de chômage, il faut continuer la modération des salaires, et mon pays en est un exemple.

Bertrand COLLOMB, Président d'honneur de Lafarge

J'aimerais faire une remarque qui n'est peut-être pas sans lien avec ce que vous venez de dire. L'un des problèmes est que nous n'avons pas assez d'investissement, et les taux d'intérêt sont très bas, car on pourrait s'attendre à ce que les grandes entreprises investissent tous les ans dans des projets à long terme ou des projets très risqués, qui est ce qu'il faudrait faire quand les taux d'intérêt sont bas. En vérité, ce n'est pas ce que nous faisons, et ce n'est pas ce que nous voyons. Bien sûr, il est évident que l'incertitude du climat mondial a pu causer une rupture dans les capacités d'investissement de ces entreprises, mais le comportement des marchés financiers et des actionnaires est vraiment remarquable aujourd'hui, car les investisseurs financiers n'ont pas de rendement en obligations ou intérêts, ils veulent que les entreprises paient des dividendes, rachètent les actions etc. J'ai l'impression que parfois le capital est traité comme s'il s'agissait d'obligations avec un plus gros rendement que les bons du trésor, et je me demande juste si c'est

l'un des phénomènes qui maintiennent les taux d'intérêt bas, et je ne sais pas quand nous nous déferons de ces phénomènes.

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

Ce serait le reflet d'un changement dans l'aversion au risque suite à la crise, mais en réponse à la remarque de Jean-Claude sur l'inflation, je suspecte que cette période a exposé ce que j'appelle toujours le vilain petit secret de l'économie, qui est que les économistes ont en fait une prise très faible sur le processus de formation des prix. Nous avons beaucoup de chance dans le sens où cela a tendance à être très prévisible à court terme, donc si vous faites une erreur, elle est en général de 0,1 % par mois et les gens ne remarquent pas forcément si vous vous êtes trompé mois après mois ; si cela dure, cependant, ils demandent si vous savez vraiment ce qui se passe.

Je veux ajouter une chose. Il y a un son de cloche que nous n'avons pas encore entendu, et c'est le suivant. Le FMI a formé une entité appelée les Consultations multilatérales sur les déséquilibres mondiaux en 2005, alors que les déséquilibres mondiaux étaient à un niveau record. L'idée était de créer un processus qui impliquerait les autorités fiscales et monétaires des plus grandes économies dans des discussions qui concerneraient à la fois l'équilibre domestique des politiques et leur consistance internationale. Ce qui était nouveau à propos des Consultations était que les affiliations internationales du FMI autorisaient l'institution à s'impliquer dans des discussions avec une part limitée des membres, en prévoyant que les résultats seraient ensuite présentés et acceptés plus largement. Je dirais en toute honnêteté que le processus des Consultations multilatérales a été vu généralement comme un échec. Il m'a toujours semblé que cette perception d'un échec était l'une des raisons pour lesquelles, quand la crise financière mondiale a démarré en 2007, les grandes économies ne se sont pas tournées vers le FMI pour mener la barque dans l'établissement d'une coopération internationale. Au lieu de ça, la solution choisie a été la formation du G20 au niveau des dirigeants.

C'était la genèse du Cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée par les dirigeants du G20, qui serait mis en place par un processus d'évaluation mutuelle (ou MAP) qui était supposé accomplir la coopération et la coordination politique à un niveau plus large. Le processus était censé produire un engagement détaillé sur exactement ces problèmes, et bien sûr cela s'est produit, en un sens, dans le fait que chaque Sommet des dirigeants depuis Pittsburg a soutenu un Plan d'action développé par le Groupe de travail du cadre (qui se réunit au niveau des Ministres et Gouverneurs adjoints). Le Sommet d'Antalya vient juste de se produire, il y a un Plan d'action d'Antalya et je dirais que personne ne semble y avoir prêté la moindre attention. Jusqu'à présent, personne ici n'a mentionné le processus du G20. Est-ce parce qu'il était sans espoir dès le début qu'un tel processus aurait une véritable traction ? Etait-ce à cause de l'absence de direction politique de la part des dirigeants clés ? Est-ce simplement irréaliste d'attendre que n'importe quelle forme de coopération internationale puisse produire le genre d'équilibre et de coordination politiques qui sont, nous sommes tous d'accord là-dessus, nécessaires ?