

# OLIVIER BLANCHARD

Fred Bergsten Senior Fellow au Peterson Institute for International Economics,  
ancien économiste en chef du FMI

Merci Thierry de votre gentillesse et de votre invitation. Permettez-moi de commencer par deux mises en garde. La première est que, lorsque j'occupais mon poste au FMI, j'avais une équipe de 200 personnes qui m'apportaient quotidiennement des informations sur l'état du monde. Une fois qu'on a quitté le Fonds, on se retrouve seul et on doit faire le travail soi-même. Il n'est pas possible de reproduire seul le travail produit par 200 personnes extrêmement compétentes, merci d'en tenir compte. Je veux dire que je ne pourrai faire que de très humbles remarques. Il ne s'agira pas d'un exposé encyclopédique. Je ne prétends pas savoir tout ce qui se passe dans le monde, et si vous me posez des questions, il se peut que je ne sache pas y répondre.

Ma seconde mise en garde fera écho à ce que vient de dire Thierry, à savoir qu'on m'avait confié la tâche de réfléchir à ce qui allait se produire dans les quelques années à venir. D'une certaine manière, les choses intéressantes résident plutôt dans le moyen et le long terme. Ces évolutions dont nous avons parlées, des inégalités au populisme, ont des implications pour ce qui va se produire à court terme. Mais la vraie question, c'est le bout du chemin. C'est ce dont nous avons parlé dans les différentes sessions de ce matin, et j'éviterai d'y revenir. Je me focaliserai uniquement sur les quelques années à venir.

La question est : comment penser notre position actuelle ? Comme les gens l'ont dit ce matin, nous vivons des temps très étranges. Notre époque souffre de schizophrénie. D'un côté, si on considère l'économie réelle, et j'entends par là la production et l'inflation, tout va pour le mieux. Il faut remonter très loin dans l'histoire pour trouver une situation qui soit, en termes purement économiques, aussi favorable qu'aujourd'hui. C'est important de le dire, parce que dans le climat de pessimisme généralisé que nous connaissons, ces faits sont souvent occultés, mais c'est la réalité.

Dans le même temps, si on considère la politique et la géopolitique comme nous l'avons longuement fait ce matin - j'allais dire que tout est au plus mal. Mais ce serait faire preuve d'optimisme. Les choses peuvent aller encore nettement plus mal. Il y a une tension entre les deux. En tant qu'économiste, on voit le monde tel qu'il est, plutôt en bonne forme, et on part de là. Ensuite on voit la géopolitique et la politique dans un état calamiteux. Le grand défi, pour un économiste, est de comprendre comment ces risques politiques et géopolitiques peuvent se répercuter sur l'économie à relativement court terme.

Je voudrais d'abord parler de l'économie réelle, de la situation d'aujourd'hui, puis de ce que je considère comme les risques économiques. Quand je parle de risques économiques, je laisse de côté les risques politiques et géopolitiques. Je dresserai ensuite une liste de ces risques, et je réfléchirai à la manière dont ils affecteront la situation à brève échéance. Permettez-moi de commencer par parler de l'économie aujourd'hui. Si c'est votre métier, vous devez savoir que l'économie mondiale a connu un léger ralentissement au cours des 3 à 6 derniers mois, mais pas suffisamment important pour que les gens s'en inquiètent.

Je ne travaille pas à une échelle aussi réduite. Je m'intéresse à la situation dans laquelle nous sommes cette année et à ce qui nous attend l'année prochaine. De ce point de vue, les chiffres sont très impressionnants. Pour commencer un tour du monde, les États-Unis sont dans leur meilleure position macro-économique depuis très longtemps. Comme vous le savez, au début de la période de reprise, nous ne savions pas jusqu'où le chômage pourrait baisser avant de voir des symptômes d'inflation. Certains disaient 6, d'autres 5 %.

Aujourd'hui nous sommes à 3,7 et pratiquement rien ne semble dire que nous sommes descendus trop bas. Nous sommes probablement tout près du moment où nous devons arrêter, mais c'est une excellente nouvelle. Une économie avec un taux de chômage à 3,7 % est une économie dans laquelle n'importe qui peut trouver du travail, et c'est en ces termes qu'il faut voir les choses. Ensuite, en termes d'inflation, jusqu'ici tout va bien. Nous n'avons pas encore atteint l'objectif de 2 %, mais nous sommes tout près. De ce point de vue, tout va bien.

Un dernier point : parfois, la reprise peut être néfaste. Le secteur de l'immobilier prend de l'avance sur tous les autres, et on peut alors être sûr que les choses vont mal tourner, à un moment. Mais ce n'est pas le cas. Cette

reprise est l'une des plus équilibrées de l'histoire des États-Unis. Tous les secteurs vont dans le bon sens, que ce soit la consommation, l'investissement, ou les investissements immobiliers. La reprise ne porte pas en elle les germes de sa propre destruction. Aucun secteur n'est désynchronisé ou au bord de l'effondrement.

C'est là que les nouvelles sont les meilleures, mais si vous regardez l'Europe, les nouvelles sont bonnes aussi. La croissance a un peu ralenti au cours des trois derniers mois. Mais cela reste une partie du monde en reprise. La différence avec les États-Unis, c'est que l'Europe n'est pas en situation de plein emploi. Sur ce front, il est clair qu'il leur reste du chemin à parcourir. Les nouvelles viendront d'Allemagne. Comme vous le savez, le taux de chômage est aussi faible en Allemagne qu'aux États-Unis, et c'était inattendu. Nous pensions voir l'inflation arriver plus tôt en Allemagne. Les gens qui veulent plus d'inflation sont déçus, mais les gens comme moi, qui aiment quand le chômage est bas, sont très satisfaits.

La leçon à tirer de tout cela : pour des raisons qui ne nous plaisent pas nécessairement (à savoir que le travail est dans une position de faiblesse) ce que les économistes appellent le taux d'équilibre du chômage ou le taux naturel de chômage, c'est-à-dire le taux de chômage auquel l'économie peut fonctionner sans pression sur l'inflation, est bas. Nous le constatons aux États-Unis et en Allemagne, donc la bonne nouvelle est qu'il reste du chemin à parcourir avant que nous ne devions appuyer sur le frein pour essayer de ralentir la machine. Naturellement, on n'est jamais à l'abri d'un désastre. Néanmoins je pense que la reprise va se poursuivre en Europe pendant plusieurs années, ce qui satisfera la politique monétaire et la politique fiscale.

Une remarque, à ce propos : la banque centrale joue un rôle clé dans la manière dont les reprises se déroulent. Parfois la banque centrale prend peur et resserre sa politique trop tôt. La bonne nouvelle est que la BCE, à tout le moins sa direction actuelle, est persuadée qu'il existe une voie à suivre, donc les taux d'intérêt resteront bas pour un certain temps et permettront la poursuite de la reprise de l'économie. Encore une fois, tout n'est pas parfait. Je n'ai pas parlé de l'Italie, mais j'y reviendrai quand je parlerai des risques. D'une manière générale, l'Europe dans son ensemble et la zone euro connaissent leur situation la plus favorable depuis longtemps.

À l'échelle du monde, je vous épargne un descriptif des 15 régions. Je me contenterai d'en citer deux. Du point de vue de la Chine, une chose est claire - et je sais que certaines personnes dans le public aujourd'hui sont bien mieux informées que moi sur la Chine. Néanmoins, voici ce que je retiens de mes discussions et de mes lectures. L'économie chinoise a ralenti. La croissance n'atteindra pas 7 %, et désormais le chiffre officiel est 6,5. Il est possible qu'elle soit même un peu plus basse, pour les raisons évoquées ce matin.

Néanmoins, nous pouvons constater que des mesures ont déjà été prises par le gouvernement chinois pour relancer les dépenses. Il y a des baisses d'impôt et une augmentation des prêts aux PME. D'après moi, la Chine est décidée à maintenir une croissance assez élevée. Je serais très surpris si les chiffres de la croissance chinoise étaient très mauvais. Il se pourrait que les politiques actuelles préparent le terrain pour quelque chose de bien pire plus tard. Comme nous le savons tous, la croissance du crédit est trop forte en Chine. Le gouvernement avait commencé à s'en occuper. Ils vont le faire de manière un peu plus détendue désormais. Leur plan est logique, mais il y a un risque. Néanmoins, je ne vois pas de catastrophe à l'horizon des deux ou trois prochaines années.

Enfin, dans les marchés émergents, il y a des histoires à faire peur, et des pays qui s'y prennent mal. L'Afrique du Sud, par exemple, est manifestement dans une mauvaise passe, et la Turquie fait face à une crise. Mais d'une manière générale, si vous considérez les pays émergents, en dépit de tous les commentaires négatifs, leur croissance se poursuit au même rythme que l'an dernier, et les prévisions pour l'année qui vient ne changent pas. Le taux est d'environ 4,7% d'après le FMI. Il y a des problèmes précis à certains endroits, mais je maintiens qu'il ne semble pas que nous soyons au bord d'un ralentissement majeur dans les marchés émergents.

Permettez-moi de passer aux risques, à l'exclusion des risques politiques et géopolitiques. Quels sont les risques inhérents, constitutifs du système ? Certains affirment que l'expansion américaine dure depuis si longtemps qu'elle doit se terminer bientôt. De fait, ces phénomènes ne durent pas éternellement. Chaque année, il existe un risque de déraillement, mais nous disposons d'éléments matériels probants qui indiquent que les choses ne se détériorent pas. Il semble qu'il n'existe aucune corrélation entre la probabilité qu'une récession ait lieu une certaine année et le nombre d'années de croissance qui l'auraient précédée. La croissance ne meurt pas de vieillesse. En tant qu'êtres humains, nous avons du mal à l'accepter, car malheureusement les êtres humains ne peuvent pas en dire autant, mais il semble bien que ce soit le cas pour l'économie. Les choses auraient pu être différentes, mais les éléments

matériels excluent fortement l'hypothèse du vieillissement. Le fait que l'expansion américaine soit aussi ancienne qu'elle l'est n'est vraisemblablement pas un motif d'inquiétude valide.

D'autres personnes qui aiment à s'inquiéter, et elles ne manquent pas, évoquent le cycle de Minsky. Vous êtes nombreux à connaître Hyman Minsky. Il a longtemps été considéré comme totalement hétérodoxe, mais il s'est avéré qu'il était dans le vrai. D'après lui, il existe des cycles du crédit. Si l'économie va bien pendant très longtemps, le risque s'accumule, jusqu'à provoquer un krach. Sa vision était quasiment mécanique : il voyait ce cycle comme inévitable. Ces cycles du crédit existent et il faut les traverser. Certains disent « C'est peut-être ce qui est en train de se produire, après cette très longue période de croissance. Le crédit va mal, et nous sommes au bord du krach. » Je n'ai rien contre les cycles de Minsky. Parfois ils sont pertinents, parfois on voit une bulle de crédit et on sait qu'il y aura un éclatement. Mais je ne pense pas que ce soit le cas des économies européennes ou américaines aujourd'hui.

Permettez-moi d'évoquer d'autres choses que j'ai pu entendre. L'une d'elles est le niveau de la dette, nous en avons parlé ce matin. C'est vrai que si on regarde le rapport entre dette et PIB, qu'il s'agisse de la dette privée des entreprises, de celle des ménages, ou des gouvernements – elles ont beaucoup augmenté. Est-ce une raison de s'inquiéter ? C'est une raison pour regarder les chiffres de près, mais pas nécessairement pour s'en inquiéter. La dangerosité de la situation dépend de nombreuses données. Elle dépend de l'identité du débiteur, qui est bien moins problématique lorsqu'il s'agit d'un État que d'un individu ou d'entreprises, car l'État peut lever des impôts bien plus facilement que nous ne pouvons lever des fonds.

De plus, les rapports qui comptent réellement, d'un point de vue conceptuel et empirique, sont celui entre dette et actifs ou celui entre service de la dette et PIB. Il faut comparer les stocks avec les stocks et les flux avec les flux. Si vous faites ces comparaisons, vous serez nettement moins inquiet. Le rapport entre dette et actifs a baissé, et le service de la dette est relativement bas à l'échelle historique. Pourquoi est-il bas ? Parce que les taux d'intérêt sont bas. Vous me direz peut-être que les taux d'intérêt vont augmenter, et c'est vrai, mais même s'ils augmentent de 100 ou 200 points de base, le service de la dette restera possible et historiquement cohérent.

Je ne vois pas de motifs d'inquiétude particuliers sur ce front. Pour prendre des exemples, les ménages américains n'ont cessé de se désendetter depuis 2010. Le désendettement signifie une baisse du rapport entre dette et actifs. Les entreprises américaines ont des flux de trésorerie très importants, et elles ont donc pu réduire globalement leur endettement, donc je ne suis pas inquiet.

La préoccupation ne s'arrête pas là. Les gens disent : « Vous ne regardez pas au bon endroit. Les écarts de risque sont très bas, trop bas, et c'est inquiétant. » De fait, certains sont très bas, ceux qui ont été conçus pour être bas. Je parle de ceux qui ont été conçus par les banques centrales pour faire baisser le prix des actifs à très longue échéance. Ils sont délibérément bas. Ce n'est pas une catastrophe. Si on s'intéresse aux actifs qui ne sont pas soumis à l'intervention directe des banques centrales, on voit que les écarts de crédit, par exemple, ne sont pas anormalement bas. Ils sont bas. Historiquement, ils se situent autour de 20%, mais il n'y a pas de quoi s'inquiéter outre mesure.

Considérons maintenant le marché boursier, en faisant abstraction des deux dernières semaines. J'y reviendrai rapidement plus tard. On peut voir la prime de risque implicite en comparant le niveau des prix au début de l'année et aujourd'hui. Cette prime de risque sur les actions n'est pas en décalage avec l'histoire. On peut voir les choses autrement : les taux de risque sont si faibles qu'il n'est pas surprenant que la structure des prix soit très élevée. Quand on ne trouve pas de capitaux et que le rendement des obligations est insuffisant, on se tourne vers les actions et on paie plus. Je pense que ça n'a rien de dramatique.

a-t-il des poches de risques ? Oui, il y en a pratiquement toujours, et j'en citerai deux. La première est les cryptomonnaies. Les cryptomonnaies ont une valeur fondamentale de zéro, et je prévois que la plupart d'entre elles l'atteindront bientôt. Ce ne serait pas un problème, parce qu'à l'heure actuelle, elles ne sont pas liées au système financier. C'est comme si les gens jouaient au loto. Il se peut qu'ils perdent de l'argent et s'appauvrissent, mais cela n'affectera pas directement le système financier. Ce serait différent si on en était au même point dans dix ans et que les cryptomonnaies avaient pris une importance considérable, mais à l'heure actuelle ce n'est pas le cas.

L'autre poche de risque dont je voudrais parler est le marché des CLO (Collateralised Loan Obligation), qui est allé un peu trop loin. La question de la titrisation est une question intéressante. Après la crise, beaucoup de gens ont

conclu que c'était une catastrophe. La titrisation, sous cette forme, était une catastrophe, mais en tant que telle, c'est une bonne chose. Elle permet de mettre en avant les risques, et si elle est menée correctement, elle est utile. Je ne sais pas vraiment où nous en sommes avec les CLO. En tout cas, je ne peux pas céder à la peur. Quelque chose peut se produire, quelque chose va se produire, mais ce n'est pas un problème intrinsèque. Comme toujours, nous devons être très attentifs à ce qu'il s'est passé. Je vais parler brièvement des ajustements du marché boursier, qui occupent sans doute l'esprit de quelques personnes.

Le marché américain n'a pas encore ouvert donc je ne sais pas où nous en sommes aujourd'hui, mais hier, l'indice Standard & Poors avait baissé d'environ 10%. Dans le reste du monde, la baisse était de 5 à 10%, plus dans certains pays. Lorsque cela se produit, il y a toujours des gens pour dire « C'est le début de la fin, nous allons au krach ». Ensuite les gens disent « Non, c'est maintenant qu'il faut acheter, parce que ça va remonter ». Je ne vous donnerai pas mes prédictions parce que je n'en ai pas, mais je vous donnerai mon interprétation.

Il y a deux hypothèses sur les causes de ce (petit) krach. La première est qu'on anticipe le fait que l'économie américaine est si forte que la Fed ne parviendra pas à la ralentir. À l'heure actuelle, la croissance est supérieure d'environ 1% au potentiel de l'économie. Le travail de la Fed est de ralentir l'économie pour ne pas se retrouver avec un taux de chômage trop bas, ce qui ferait augmenter l'inflation à un degré qui deviendrait problématique. Beaucoup de gens croient à cette explication. Il y a quelques semaines, la Fed a signalé que l'économie était effectivement très solide, et les taux d'intérêt à long terme ont augmenté et le marché boursier a chuté. Lorsque les taux d'intérêt à plus long terme sont plus élevés, le marché des obligations et celui des actions vont mal.

Mais ce n'est pas ce qui s'est passé la semaine dernière. Certains jours, le marché des actions était en baisse et les rendements des obligations diminuaient aussi, ce qui ne cadre pas avec ce type de situation. Cela semblait prouver que l'économie ralentissait. Peut-être que cela reflète l'incertitude vis-à-vis de la géopolitique, mais c'est une autre question. D'une manière générale, mon impression est que la valorisation du marché boursier était plus ou moins juste en début d'année. Depuis lors les nouvelles n'ont pas toutes été bonnes. Ni toutes mauvaises, ni toutes bonnes. À ce stade, je sais quels sont les risques qu'on prend dans ce genre de situation, et je pense que c'est peut-être un sain ajustement et non le début de la fin, mais on peut toujours se tromper.

Permettez-moi d'évoquer encore un point sur les risques économiques. Comme je l'ai dit, je ne pense pas que les risques se soient accumulés au point de conduire nécessairement à une catastrophe. Je ne pense pas que la croissance s'arrêtera d'elle-même. Néanmoins, un des principaux risques évoqués a trait à ce que je viens de dire. Je parle du fait que l'économie américaine va bien et connaît une croissance très forte. La Fed pense qu'elle peut la ralentir de manière à ce que le taux de chômage ne descende pas sous les 3,5% disons, et qu'elle peut y parvenir en restant dans les paramètres de ses prévisions actuelles d'augmentation des taux.

Il y a de bonnes chances qu'elle découvre qu'elle va avoir beaucoup plus de mal que prévu à freiner pour ralentir la machine. Peut-être qu'elle a raison, et si le marché boursier connaissait une nouvelle baisse de 10-20%, la demande baisserait probablement et le travail serait fait pour elle. Mais il est tout à fait possible que les marchés aient une vision trop optimiste concernant la courbe des rendements, et qu'il y ait une forte hausse. Si c'est le cas, tous ceux qui ont joué à long terme vont perdre de l'argent, et les marchés émergents en particulier pourraient connaître une période difficile s'ils sont endettés en dollars, ce qui est le cas pour certains d'entre eux. Je ne crois pas que ce soit un risque énorme. Même si c'était le cas, la plupart des acteurs pourraient le supporter, mais cela reste le risque numéro un d'un point de vue économique.

Pour ces cinq dernières minutes, je vais aborder la politique et la géopolitique. Il serait nécessaire de posséder une expertise dans de nombreux domaines, ce qui est le cas de ce public dans son ensemble, mais qui n'est pas mon cas personnellement. Je risque de faire des choses inexactes. Le premier point est la montée du populisme, une tendance inquiétante qui va vraisemblablement se poursuivre. La question est : et à court terme ? C'est une question intéressante. Le populisme n'est pas une nouveauté, et il a longtemps été la règle en Amérique latine. Les populistes promettaient tout à tout le monde, puis ils essayaient de tenir leurs promesses en faisant preuve d'une totale irresponsabilité fiscale.

Ils se retrouvaient avec des déficits budgétaires énormes, ce qui entraînait de l'inflation, puis de l'hyperinflation. Ils perdaient le pouvoir quand l'inflation devenait trop élevée et que les gens étaient suffisamment mécontents. La situation actuelle est très différente. Si on s'intéresse à la Hongrie et à la Pologne, les gouvernements sont clairement populistes, mais ils sont fiscalement très responsables. C'est un populisme d'un type très différent, qui n'est pas plus

plaisant, mais qui est nettement moins dangereux du point de vue économique. Je ne pense pas que la Hongrie fera quoi que ce soit d'insensé en termes macroéconomiques qui causerait des problèmes énormes. Je reviendrai plus tard sur le cas de l'Italie.

Nous avons parlé ce matin des guerres commerciales, et il est manifeste qu'elles déstabilisent de nombreuses entreprises. Certains intervenants nous ont donné des exemples très concrets de leurs effets. Notre problème est qu'en tant qu'économistes, les effets mécaniques des guerres commerciales, en tout cas dans leur ampleur actuelle, ne nous paraissent pas très importants. Les effets mécaniques des tarifs douaniers ne peuvent pas causer de récession mondiale, et nous avons le sentiment que quelque chose nous échappe, que c'est notre faute, et non pas que le monde fonctionne si bien que ça.

Nous pouvons voir des effets plus importants que les effets mécaniques en tenant compte de l'incertitude politique générée par les discussions politiques autour des droits de douane. Les entreprises doivent deviner quels seront les tarifs dans tel pays et dans telle partie du monde, et quelles seront les règles. Dans ce cas, les effets sur les investissements sont très néfastes. On obtient alors à ce qu'on appelle la valeur d'option de l'attente, ce qui signifie que les entreprises mettent leurs plans d'investissement en attente, parce qu'elles ne savent pas comment les choses vont tourner. Elles ne savent pas si les tarifs seront ici ou là. Si vous voulez construire des usines, vous préférez attendre d'être fixé. C'est le canal par lequel les guerres commerciales peuvent avoir des effets très importants à court terme. Elles ont également de profonds effets à long terme. Elles affectent la croissance, elles affectent la productivité, mais voilà leurs effets à court terme.

e FMI avait effectué une simulation intéressante, qui figurait dans le dernier rapport économique mondial, qui tentait d'évaluer les effets sur l'activité de différents niveaux de guerre commerciale. Le premier niveau correspondait aux droits de douane présentés actuellement par le gouvernement Trump. Ce sont des droits élevés pour la Chine et sur certains produits importés aux États-Unis. Il y a d'autres niveaux possibles. Le quatrième niveau a un effet sur les investissements, et le cinquième entraîne des distorsions du secteur financier.

Je vais vous donner les chiffres pour que vous ayez une idée du point de vue des économistes. Si vous tenez uniquement compte des effets mécaniques des guerres commerciales, le PIB américain connaît une baisse de 0,1%. Ce n'est pas rien, mais ce n'est pas énorme. L'effet sur la Chine est de -0,4%. Ce n'est pas rien non plus, mais ce n'est pas la fin du monde. Toutefois, en ajoutant les éléments additionnels, les effets psychologiques, le retard de l'investissement, etc., le PIB baisse de près de 1% aux États-Unis et de 1,6% en Chine. Une grande partie du problème dépendra moins du commerce en tant que tel que de l'incertitude qui affecte les investissements. Nous allons devoir surveiller les investissements.

Permettez-moi de conclure brièvement en abordant les problèmes spécifiques de certains pays. Pour l'Italie, j'ai publié un article à ce sujet ce matin, et je vais me contenter de reprendre ce que j'y écris. Un gouvernement populiste et fiscalement irresponsable est fondamentalement incompatible avec l'euro. Ça ne peut pas marcher. Si un tel gouvernement décide d'entreprendre une expansion fiscale qui paraît dangereuse, il va se heurter à ce qu'on a appelé en Amérique du Sud un arrêt soudain. Les investisseurs nationaux et étrangers vont tenter de sortir le plus d'argent possible, le plus rapidement possible.

S'ils pensent qu'il existe la moindre possibilité que l'Italie quitte l'euro, ils déplaceront des montants considérables. Pourquoi est-ce important ? Au sein de l'euro, le montant des dettes brutes d'un pays comme l'Italie est gigantesque. C'est très au-delà de ce que quiconque pourrait remplacer dans le cas où même une petite part de ces dettes tenterait de sortir. La BCE ne peut pas le faire, le MES ne peut pas le faire, et le FMI ne peut pas le faire. Dès que les investisseurs seront convaincus qu'il vaut mieux mettre leur argent ailleurs, rien ne pourra être fait à part déclarer un jour férié pour limiter les dégâts, puis sortir de l'euro et dévaluer pour stopper l'exode.

Ensuite il n'y a plus qu'à rouvrir le lundi, avec la lire ou n'importe quelle autre monnaie, mais en dehors de l'euro. Je ne dis pas que c'est ce que veut le gouvernement italien. Ce n'est pas ce qu'il veut, mais là n'est pas la question. Cela pourrait leur arriver, qu'ils le veuillent ou non. Et cela ne concerne pas seulement l'Italie, mais tous les pays membres de l'euro. C'est très dangereux. J'avais d'autres choses à dire, mais j'ai déjà parlé trop longtemps.

À propos du Brexit, j'ai entendu l'intervenant de ce matin, M. de Castelbajac. Il est clair que cela va compliquer la vie et qu'il y aura des problèmes à moyen terme. Que se passera-t-il dans les années qui viennent ? Voilà où l'incertitude est absolument centrale. Lorsque le Brexit a été voté, je pensais que la plupart des entreprises allaient simplement

mettre leurs plans en attente pour voir ce qui allait se passer, et que les investissements allaient fortement chuter. Cela n'était pas le cas pendant un moment, mais maintenant, si. On commence à voir d'importants effets sur l'investissement. Tant que la situation reste incertaine, les investissements seront très faibles. À mon sens, le résultat le plus probable est une baisse de la croissance au Royaume-Uni à court terme. .

Je voudrais parler d'une dernière chose. Le pétrole. Les choses sont claires. L'expérience nous a appris deux choses. D'abord sur l'offre de pétrole - et encore une fois, je m'adresse à des personnes dont certaines en savent beaucoup plus long que moi sur le sujet. L'offre de pétrole est largement déterminée à moyen terme par le coût du schiste bitumeux américain, qui peut être produit de manière rentable pour 60-70 dollars. À long terme, le prix ne peut sans doute pas aller plus haut, et les avancées technologiques pourraient abaisser encore le plafond.

Néanmoins, à court terme, il suffit d'un million de barils en moins sur les plus ou moins 80 millions produits chaque jour pour entraîner un glissement des prix très important. Il n'est pas difficile d'imaginer l'Arabie Saoudite réduire sa production si elle est mécontente, ou l'Iran miner le détroit d'Ormuz pour ralentir le trafic. Il existe de nombreux scénarios imaginables dans lesquels le prix du baril remonte au-dessus de 100 dollars. C'est une vraie possibilité. La plupart des économies y sont mieux préparées qu'auparavant. Les États-Unis, en particulier, sont en meilleure posture que dans les années 1970, parce qu'ils produisent désormais une grande quantité de pétrole. Mais cela reste un problème auquel nous devons prêter attention.

Permettez-moi de conclure. Je ne sais pas quel effet vous a fait mon discours. J'ai l'impression d'être moins pessimiste que d'autres. Aux réunions du FMI à Bali, certains étaient extrêmement pessimistes, et ce n'est pas du tout mon cas. Je ne pense pas que les chiffres actuels augurent nécessairement d'une récession. Elle viendra peut-être, et elle viendra certainement à un moment, d'une manière ou d'une autre. Mais c'est ce que les économistes appellent une incertitude de Knight, qui correspond à notre incapacité à comprendre pleinement les effets des choses que nous n'avons pas encore vues se produire sur le front géopolitique. Nous devons continuer de nous inquiéter.