

OLIVIER BLANCHARD

Ancien président de l'American Economic Association, ancien économiste en chef du FMI

Gabriel FELBERMAYR

Je voudrais commencer par Olivier Blanchard, pour qu'il nous donne son point de vue sur l'économie transatlantique, celle des États-Unis et de l'Europe, là où un économiste observe des choses étranges et inhabituelles : des taux d'intérêt ultra bas, le plein emploi dans de nombreux pays, aux États-Unis par exemple, en Allemagne, au Japon, essentiellement, et presque pas d'inflation. La grande question est de savoir comment pouvons-nous expliquer tout cela. Est-ce que cela va durer ? Que doivent faire les gouvernements à ce sujet ? Olivier, c'est à vous.

Olivier BLANCHARD

Merci pour ces remarques très sympathiques et optimistes. C'est un plaisir de revenir parmi vous, j'ai toujours apprécié cette réunion, je suis venu l'année dernière et cela m'a beaucoup plu.

J'aimerais centrer mes remarques sur la dimension macro-économique plutôt que géopolitique, du moins dans un premier temps. Je me concentrerai donc sur les économies à revenu élevé car d'autres panélistes ici sont beaucoup plus compétents que moi pour parler du reste du monde. Je souhaite me concentrer sur ce que je considère comme deux forces fondamentales qui façonnent l'économie des économies avancées et, par conséquent, l'économie mondiale.

La première force fondamentale n'a pas grand-chose à voir avec la géopolitique même si elle est internationale : il s'agit de l'avènement de taux d'intérêt extrêmement bas, qui ne relèvent pas d'une simple question technique. Il s'agit ici plutôt d'un changement de régime, qui va avoir de très profondes implications pour la politique et pour la manière dont la politique va évoluer dans la prochaine décennie. Premièrement, les taux d'intérêts sont incroyablement bas. Vous connaissez la courbe de rendement, la structure des taux d'intérêt qui se profile pour la zone Euro reste négative pour les 25 prochaines années, ce qui ne s'est jamais vu par le passé. C'est la même chose au Japon, et une situation pas si éloignée de celle des États-Unis. De fait, le phénomène est mondial et tout indique que cela devrait perdurer. Certains me répondront : « Demain matin, les taux d'intérêts vont remonter ». Mais si on y regarde de près, c'est un phénomène qui a débuté en réalité au milieu des années 1980, et qui est resté constant toutes ces années. Les facteurs sous-jacents sont aussi appelés à perdurer. Par conséquent je pense que le monde va rester exposé à des taux d'intérêt très bas.

En quoi est-ce important au-delà de la dimension macro-économique ? Tout simplement parce que cela a des implications pour la politique monétaire et fiscale. Depuis 40 à 50 ans, la politique monétaire est l'outil à la disposition des pouvoirs publics pour tenter de maintenir une économie du plein-emploi ou qui s'en approche. Mais nous touchons justement aux limites de ce que peut une politique monétaire. C'est ce que nous avons vu dans les discussions qui se sont déroulées dans la zone Euro il y a deux semaines : l'idée se répand que les banques centrales ont fait tout ce qui était en leur pouvoir et que, par conséquent, la politique monétaire ne saurait être utilisée plus avant. En gros, le principal outil à la disposition des pouvoirs publics pour contrer les fluctuations ne fonctionne pas. La question est donc de savoir quels sont les autres outils à notre disposition ? Heureusement, ce qui complique les choses pour la politique monétaire les rend au contraire beaucoup plus faciles pour la politique fiscale : le coût de l'emprunt et le coût économique de l'endettement sont très faibles, l'espace pour une politique fiscale est par conséquent plus vaste. Le problème qui se pose d'un point de vue politique est que les politiques fiscales et monétaires se mènent de manières très différentes. Le second processus est bien plus politique et complexe et je pense que la question à laquelle nous allons devoir répondre est de savoir si la politique fiscale va être utilisée correctement. Et le risque existe que ce ne soit pas le cas. Cette transition de la politique monétaire à la politique fiscale ne constitue pas la seule implication de taux d'intérêt bas. Des implications existent également en matière d'inégalités : si vous êtes épargnant et que vous vous appuyez sur les obligations pour assurer vos revenus, c'est problématique. Et cela a également des

conséquences politiques. C'était là la première force fondamentale dont je voulais parler. Elle n'a rien avoir avec la Chine, même si l'épargne en Chine a joué un rôle dans les taux d'intérêt bas. Nous devons vraiment y réfléchir.

La seconde force fondamentale que j'aimerais évoquer avec vous, c'est le lien entre les inégalités, le populisme et le protectionnisme. Des dimensions qui nous rapprochent de la Chine. Les données sur les inégalités sont particulièrement frappantes. Quelle que soit la manière dont nous les quantifions, les inégalités ont diminué jusqu'aux années 1980 dans la plupart des économies avancées à des degrés variés : aux États-Unis, de manière quasi obscène. En France, pas tellement mais la perception de la population est que ces inégalités revêtent une grande importance et que, par conséquent, même en France, elles représentent un problème majeur, qui va générer beaucoup de résistances, de réactions, qui pourraient être malléables ou non en termes de fiscalité. Nous devons nous préparer à un monde dans lequel les richesses vont être taxées de plus en plus, les grandes entreprises aussi, ce qui pourrait se produire de manière souple. Ou pas. L'OCDE vient de publier un programme pour que la taxation des entreprises soit organisée à l'échelle mondiale, ce qui représente un progrès. De manière plus générale, la partie ne va pas être facile pour le capital. Ce qui n'est pas sans conséquences à la fois sur le plan politique et économique.

Dernier aspect que j'aimerais évoquer, c'est le protectionnisme, les guerres commerciales, qui ne sont clairement pas déclenchées uniquement par les inégalités mais intègrent au contraire une réaction plus générale à la manière dont les choses évoluent. Et ici, j'aimerais évoquer plusieurs aspects. Premièrement, les effets mécaniques des barrières douanières, qui ne représentent pas grand-chose sur le plan macro économique. Quand on met en place des droits de douane, on observe des changements dans les prix relatif mais cela s'arrête là. En général, les exportations diminuent mais les importations diminuent également, ce qui signifie que la production domestique gagne du terrain. On observe ainsi une diminution de la demande étrangère mais une augmentation de la demande intérieure. La réaffectation des ressources est certes coûteuse mais pas catastrophique. Si nous étions d'accord pour augmenter les droits de douane une bonne fois pour toutes, je ne serais pas ravi mais cela ne serait pas pour autant la fin du monde. Ni ne créerait de récession économique.

Ce qui est en revanche beaucoup plus préoccupant sur le court terme, c'est l'effet collatéral sur les investissements, que provoquent non pas tant les barrières douanières que l'incertitude qui accompagne les guerres commerciales dans les relations internationales. Si vous ne savez pas s'il va y avoir une barrière douanière sur tel ou tel pays ou sur telle ou telle marchandise et que vous devez décider où construire une usine, eh bien, très concrètement, vous attendez. Patienter trois ou six mois n'est certes pas vraiment un problème mais quand nombre d'entreprises en font autant, on peut observer un effondrement des investissements lié à la valeur d'option de l'attente. Ce qui peut s'avérer extrêmement coûteux. Et c'est d'ailleurs ce que nous commençons à observer à différentes échelles. Il a fallu du temps avant que cela se produise au Royaume-Uni avec le Brexit mais c'est désormais une réalité : les entreprises attendent, tout simplement, et attendent également les prochaines élections aux États-Unis. Et à court terme, c'est quelque chose qui m'inquiète.

Sur le long terme, les effets des guerres commerciales et des barrières douanières sont colossaux. On observe une diminution des échanges mondiaux et, concrètement, une réelle démondialisation. Pas seulement en raison des barrières douanières mais aussi à cause des questions de sécurité. Vous pouvez très bien ne pas vouloir importer des réfrigérateurs si ces derniers intègrent des composants qui permettent à un pays étranger de savoir ce qu'il y a dans votre frigo et nous pouvons interdire les importations de réfrigérateurs. Soit une baisse considérable des échanges. La taxation du carbone ne va pas aider non plus. Cela va devenir de plus en plus coûteux de transporter des marchandises sur de longues distances. Les incertitudes politiques pourraient vous inciter à négocier avec des fournisseurs dans les pays proches de vous plutôt qu'implantés en Asie par exemple. Je pense que ceci n'a rien d'une utopie et que cela va avoir des implications majeures. Sur le court terme, en revanche, je ne suis pas sûr.

Je conclurai par une question qu'on me pose régulièrement ces temps-ci : « Faut-il nous attendre à une récession ? ». Je pense avoir répondu de manière implicite. Nous allons probablement observer des conséquences sur les investissements, ce qui incite au pessimisme et à une baisse de la consommation. Je ne pense pas que cela sera le cas aux États-Unis car nous avons un gouvernement qui semble plutôt indifférent à la dépense et je pense par conséquent que nous allons plutôt observer une expansion fiscale. Je suis beaucoup plus inquiet pour l'Europe, où la fiscalité est beaucoup plus contrainte, et je ne suis pas certain que l'Union fasse les bons choix. Je pense même qu'on

observera un ralentissement sans aller pour autant jusqu'à une récession. Le risque existe toutefois que les choses empirent.

Gabriel FELBERMAYR

Merci beaucoup. En parlant de l'Allemagne, à l'Institut Kiel, nous pensons que nous sommes en récession ; en Allemagne, le troisième trimestre a connu une croissance négative, le deuxième trimestre aussi, donc techniquement parlant, nous sommes déjà en récession en Allemagne, et cela, bien sûr, est un frein pour l'ensemble des économies de la zone euro et de l'UE.

Je vois que Naoki Tanaka veut intervenir... Il y a un ordre de passage mais je suis flexible et je vois que vous êtes impatient de commenter, je vous en prie, allez-y.

Naoki TANAKA

Puis-je faire un commentaire sur l'efficacité de la politique monétaire que le professeur Blanchard a présentée ?

Aujourd'hui, la japonisation des phénomènes monétaires se diffuse dans le monde, en Europe et en Amérique du Nord. Lorsque nous regardons le taux d'intérêt [inaudible], cela me rappelle que John Hicks parlait d'un taux d'intérêt naturel presque négatif. M. Hicks évoquait la mauvaise récolte en Irlande au XIXe siècle, lorsque les agriculteurs ne voulaient pas emprunter de l'argent pour acheter et semer des graines, phénomène où le taux d'intérêt naturel est proche de zéro. A cette époque la politique monétaire n'a pas fonctionné, et c'est la même situation à laquelle nous assistons aujourd'hui. Dans une telle situation, si nous sommes confrontés à une récession très profonde, les dépenses fiscales seront très importantes. Par exemple, ce mois-ci, pour faire face à la prochaine situation très difficile, le gouvernement japonais a dû augmenter le taux d'imposition sur la consommation. Donc, dans un futur très proche, la politique monétaire ne fonctionnera pas dans les pays développés, et d'autres mesures devront être envisagées au cas où nous devrions faire face à cette situation très difficile de la gestion de la demande. C'est ce que moi je comprends.

Gabriel FELBERMAYR

Merci, Naoki. Je pense qu'il y a un certain consensus ici, au moins entre vous deux, sur le fait que la politique fiscale devrait être plus opérationnelle, et de surcroît en Europe.