

JOHN LIPSKY

Peterson Distinguished Scholar à la Paul H. Nitze School of Advanced International Studies, Johns Hopkins University ; ancien premier directeur général adjoint du FMI

Jean-Claude TRICHET

John, vous avez la parole.

John LIPSKY

Merci Jean-Claude. De manière peut-être prévisible, je me retrouve dans la position où presque tout a été dit à propos du sujet de notre session, mais où tout le monde ne l'a pas dit. En conséquence, je vais essayer de différencier mes remarques, même si mes principaux points ont déjà été mentionnés. J'ajouterai toutefois un commentaire sur les services bancaires européens. L'un des effets collatéraux de la nouvelle réglementation européenne de l'après-crise est la cession de facto d'une grande partie des activités du marché international des capitaux et des activités bancaires d'investissement haut de gamme à des banques non européennes – essentiellement américaines. Je ne pense pas que cela ait été intentionnel, mais c'est une réalité.

J'espère qu'Akinari a raison de se montrer optimiste quant aux perspectives. Comme l'a souligné la nouvelle directrice générale du FMI dans son discours inaugural la semaine dernière – et alors même que le FMI s'appête à publier ses prévisions des perspectives économiques mondiales – on constate que les économies représentant environ 90 % du PIB mondial ralentissent. Bien sûr, le Japon connaît depuis quelque temps ce qui s'apparente au plein emploi. Les États-Unis sont la principale grande économie à croître au-dessus de la tendance sur une base prolongée, si nous utilisons la mesure de la baisse des taux de chômage. Le taux de chômage aux États-Unis, comme vous l'avez probablement vu, est tombé à son plus bas niveau depuis 50 ans, même si les taux d'activité ne sont pas aussi élevés qu'avant la crise de 2008/09.

L'affirmation du FMI suggère que la croissance de l'UE ralentit et que toutes les grandes économies émergentes souffrent en ce moment d'un ralentissement de la croissance. Quelle pourrait en être la cause ? Existe-t-il un fil conducteur reliant ces ralentissements perçus ? En réalité, il semble y en avoir au moins quelques-uns. Le principal étant la faiblesse des investissements fixes en biens d'équipement, équipements et logiciels. Cette tendance semble se concrétiser dans pratiquement toutes les économies, notamment les économies avancées. Il convient de se demander pourquoi cela se produit à un moment où la politique monétaire est offensivement accommodante et où les rendements obligataires sont généralement à des niveaux historiquement bas ou presque.

Ce manque d'investissement, malgré une croissance relativement bonne de la demande des consommateurs dans de nombreuses économies avancées, suggère une profonde incertitude. Akinari a déjà souligné qu'une partie considérable des marchés obligataires souverains les plus importants se négocient actuellement à des rendements négatifs. C'est une chose qu'aucun de nous n'a imaginé qu'elle pourrait se produire de manière durable. Je ne pense pas que nous comprenions encore pleinement ses causes et implications, mais cela reflète certainement le degré d'incertitude des investisseurs quant aux perspectives.

Le maintien d'une inflation faible et les anticipations d'inflation faible sont probablement à la fois la cause et le reflet de cette incertitude. D'une part, les perspectives consensuelles d'une croissance modeste pointent vers la faiblesse des prix de l'énergie et des matières premières. Ainsi, il est difficile de voir pourquoi les anticipations d'inflation vont changer sensiblement à court terme. Elles pourraient même potentiellement s'abaisser. Il y a donc tout lieu de penser que cette situation très imprévue et anormale en ce qui concerne les rendements des obligations souveraines se prolongera.

Sur le plan politique, on relève une série de défis qui semblent renforcer les incertitudes. Par exemple, les inégalités sont largement perçues comme un problème de plus en plus important pour la politique économique. Récemment, des

inquiétudes croissantes ont été exprimées au sujet d'aspects tels que les différences régionales de taux de croissance, désormais perçues comme aggravant les inégalités. On observe en outre une prise de conscience que les inégalités de genre compromettent la croissance économique. Bien sûr, il existe toujours des préoccupations majeures sur l'impact potentiel du changement climatique. J'estime que l'importance accordée à ces préoccupations a été considérablement accrue par la lenteur de la croissance économique globale. Si la croissance était perçue comme plus robuste, ces défis politiques généreraient vraisemblablement moins d'incertitude quant aux perspectives économiques.

En ce qui concerne le processus d'élaboration des politiques internationales, j'ai été heureux d'entendre parler du processus des dirigeants du G20. La première réunion du G20 au sommet des dirigeants en novembre 2008 s'est concentrée sur quatre points. Le premier était de restaurer la croissance mondiale. Le deuxième visait à réparer et réformer le système financier. Le troisième tendait à éviter un nouveau protectionnisme commercial et de promouvoir une nouvelle libéralisation des échanges, et le quatrième prévoyait de réformer les institutions financières internationales. Si nous étions des enseignants notant leurs élèves du G20, nous attribuerions un « incomplet » à chacun de ces points en guise de note.

La question est donc de savoir s'il existe une opportunité raisonnable pour de nouvelles initiatives politiques en vue de produire une amélioration importante des performances économiques – et réduire l'incertitude qui l'accompagne. Je pense que ce serait difficile. Premièrement, il est admis que les mesures extraordinaires de politique monétaire des dernières années ont plus ou moins fait leur temps. Les autorités monétaires ont de plus en plus le sentiment qu'elles ont été, comme l'a dit Jean-Claude, le seul acteur en lice mais que la partie se termine.

Tout le monde se souvient des remarques de Mario Draghi à Londres en août 2012, quand il a déclaré : « nous ferons tout ce qu'il faut. » Il faisait référence au sauvetage de l'euro, puis a ajouté : « Et croyez-moi, ce sera suffisant ». Peu de gens ont toutefois prêté une attention particulière à son discours à Jackson Hole deux ans plus tard. Sur l'amélioration des performances de l'économie européenne, il a déclaré, et je paraphrase : « Nous ferons tout ce que nous pourrons, et croyez-moi, ce ne sera pas suffisant ».

Le président Draghi a alors déclaré que de nouvelles initiatives européennes en matière de politique budgétaire et structurelle étaient nécessaires, mais ce type d'actions est-il probable à court terme et en vigueur ? Probablement pas. Au niveau mondial, les principales institutions financières internationales – y compris les institutions de Bretton Woods – restent pertinentes. En outre, elles ont été complétées par des accords de financement régionaux, mais est-il possible d'en conclure que la version post-crise du filet de sécurité international et le cadre institutionnel actuel sont suffisants pour réduire l'incertitude accrue et stimuler une croissance plus forte ? Cela reste à démontrer. Conclusion : les sources d'incertitude actuelles sont probablement vouées à perdurer, sans issue claire.

Jean-Claude TRICHET

Ce que vous avez dit est très stimulant, notamment votre résumé du programme après la crise et les mauvais résultats. Au moins, nous avons évité l'équivalent des années 1930, ce qui était pourtant extrêmement probable. Ce que nous avons fait à l'époque et depuis lors correspond à un ensemble de problèmes sous-jacents, dans l'économie avancée en particulier, ce qui est totalement dramatique. Il est très difficile de comprendre les politiques monétaires de la banque centrale si nous ne comprenons pas que nous nous trouvons dans un environnement extrêmement exigeant. N'oublions pas qu'il s'agissait d'une crise des économies avancées.