

DÉBAT

Yann Coatanlem, directeur général de DataCore Innovations LLC

Merci M. le président. Il y a une école de critique grandissante des politiques monétaires inconventionnelles et personnellement, je suis agnostique car je pense manquer des outils nécessaires pour vraiment décider en faveur ou contre ces idées. Avez-vous une opinion à ce sujet ? Deuxièmement, êtes-vous inquiet des autres aspects de cette critique, à savoir qu'il y a fondamentalement un problème de dette trop importante entre les gouvernements, les états souverains et les acteurs privés ?

Jean-Claude Trichet, vice-président de l'Académie des sciences morales et politiques, ancien président de la Banque centrale européenne, gouverneur honoraire de la Banque de France

Nous allons prendre un certain nombre de questions et ensuite les orateurs vont répondre.

Bertrand Badré, associé gérant et fondateur de Blue like an Orange Sustainable Capital, ancien directeur général et directeur financier du Groupe de la Banque mondiale

J'ai trouvé cette conversation plutôt intéressante dans ce qu'elle ne disait pas ou ce qui restait caché. Je ne vais pas entrer dans la conversation sur l'inflation, que je pense être importante, mais il y a pour moi d'autres éléments encore plus importants derrière l'inflation, comme beaucoup l'ont déjà dit. Je pense que nous ressentons les effets cumulés des crises traditionnelles et nous y réagissons avec des outils conventionnels et une méthode familière. Ajouté à cela, on trouve le changement géopolitique qu'il faut prendre en compte, et qui fait que ces choses sont plus compliquées à gérer aujourd'hui qu'elles ne l'étaient il y a 15 ans quand les États-Unis et l'Europe discutaient seuls le futur de la finance, ainsi que de la transition climatique nécessaire. Cela fait beaucoup à gérer en même temps, et je ne pense pas que nous nous soyons mis d'accord sur un dosage macroéconomique, que ce soit au niveau national ou international, pour gérer ces effets cumulés et le contrat social que nous voulons discuter avec la population. Ce sont des questions frappantes auxquelles nous faisons face et même si elles ne sont pas le seul apanage du monde de la finance, je pense qu'elles devraient être à l'esprit de ses acteurs.

Dans cette idée, pour faire écho à ce que Yann disait à l'instant, je pense que nous sortons d'une période où l'influence était le maître mot, et c'était assez facile. Vous pouviez emprunter à zéro et il était très facile d'acheter de l'immobilier, de faire un peu de recherche marketing et publicité et évaluer Tesla à n'importe quel prix. Maintenant nous allons vers une situation de stress du bilan comptable car il n'y a nulle part où se cacher car il est très peu probable que les banques centrales interviennent comme elles ont pu le faire dans le passé. C'est un changement de règles complet et je ne pense pas que nous ayons vraiment commencé à réfléchir à ce que cela implique pour l'avenir.



Ma troisième question est liée à l'économie réelle. Allons-nous enfin allouer les capitaux correctement ? C'est-à-dire, et je me tourne vers André, avons-nous les mécanismes de tarification des risques qui vont permettre d'allouer les capitaux correctement et de tarifier le risque correctement pour arrêter de gâcher de l'argent là où il n'y en a pas besoin ? Cela nous ramène à mon argument sur la transition, etc. Je pense qu'à un moment où nous avons plus besoin d'investissement que jamais et où les capitaux ne sont probablement pas rares, mais ils ont peur du risque, les gens vont se précipiter pour acheter des bons du Trésor américain plutôt que d'investir dans des éléments vraiment nécessaires pour le monde et pour réparer la fabrique sociale mentionnée par Pierre, qui sont certains des points que John a énoncés. Pour moi, cette question est centrale. Est-ce que nous sommes engagés dans la bonne direction ou est-ce juste une déviation ponctuelle et nous allons faire face à l'inflation et ne pas adresser le problème de fond, qui est sommes-nous en train de dédier nos maigres ressources là où elles sont vraiment nécessaires pour les 20 ou 30 ans à venir ? Je n'ai pas de réponse.

Enfin, évidemment, je reste fidèle à moi-même en étant un peu nerveux concernant les discussions sur les critères ESG, donc les objectifs environnementaux, sociaux et de gouvernance. A présent que cela devient vraiment sérieux et que nous prenons conscience que ce n'est pas juste une agréable transition où l'on alloue 1 ou 2 % des économies par an, mais un problème bien plus profond, les gens s'inquiètent, et The Economist a fait une couverture cet été qui titrait « ESG : trois lettres qui ne sauveront pas la planète ». Le Texas donne du crédit vert à BNP Paribas et Blackrock et dit qu'ils ne veulent pas travailler avec eux car ils sont trop verts, et ensuite la Californie déclare ne pas vouloir travailler avec eux car ils ne sont pas assez verts. Est-ce que c'est sérieux ou est-ce que c'est une énième plaisanterie, un énième outil de l'industrie de la finance pour bernier les gens ? Je ne sais pas mais le doute grandit. Une fois encore, tous ces éléments ne sont pas entièrement liés, mais je voulais partager ces quatre points.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup. Pour être franc, je ne suis pas sûr que nous ayons jamais eu une période bénie de sérénité, où tout le monde était tranquille, y compris les banques centrales. J'ai connu une période de crise permanente et la crise récente était le soi-disant monde très calme, tranquille et modéré, qui a fini dans la pire crise depuis la Seconde Guerre mondiale, et qui aurait pu être la pire depuis la Première Guerre mondiale. Nous vivons en permanence dans un monde dangereux.

Bertrand Badré

Je n'ai jamais parlé de tranquillité Jean-Claude.

Jean-Claude Trichet

Je suis d'accord que l'accumulation de menaces est bien là et elle est particulièrement exigeante, avec l'élément géopolitique que vous avez mentionné en plus, et nous n'en avons pas beaucoup parlé car je pense que nous sommes tous d'accord pour dire que c'est un facteur commun. Ce que vous avez dit sur les critères ESG est très important et je pense que nous allons tous y revenir.

Dania Koleilat Khatib, cofondatrice et présidente du Research Center for Cooperation and Peace Building (RCCP)

J'ai une question sur l'inflation dans les marchés émergents comme la Turquie ou l'Egypte. Il y a un compromis. Il n'est pas besoin d'être économiste pour savoir que pour maîtriser l'inflation il faut augmenter les taux d'intérêt. Cependant, des taux d'intérêt bas sont pratiquement une subvention pour tous, en particulier les pauvres, car les pauvres vivent à crédit. En Turquie ou en Egypte, par exemple, comment peut-on combattre l'inflation si on augmente des taux d'intérêt qui vont principalement affecter les personnes pauvres qui vivent à crédit ? Comment combattre l'inflation sans créer de l'instabilité dans ces pays ?

Jean-Claude Trichet

Une excellente question pour nous tous.

Elena Daly, fondatrice et gérante d'EM Conseil

Merci Jean-Claude. Je vais faire écho à la remarque de mon ami John Lipsky sur le cadre commun et l'importance de le garder pour la restructuration de la dette souveraine qui se dessine à l'horizon, avec des estimations de 35 à 60 pays dans les marchés émergents, à moyen et faible revenu qui vont être en détresse financière dans les deux années à venir. Le cadre commun a été présenté en novembre 2020 et seulement trois pays se sont inscrits et il semble y avoir un embouteillage en ce moment avec des progrès à tout petits pas. Un des problèmes semble être la Chine mais personne ne sait pourquoi. Une explication possible serait que les créanciers chinois ne veulent pas cristalliser les pertes, ce qui est compréhensible étant donné que leur bilan comptable est déjà sous pression après la chute de l'immobilier et d'autres difficultés. Il y a un manque de coordination parmi les diverses institutions en Chine qui ont accordé des prêts et elles n'ont simplement pas d'expérience en sortie de dette souveraine et elles craignent que les dirigeants occidentaux les manipulent. Ce problème pourrait faire partie d'une situation géopolitique plus large. La Chine pourrait considérer qu'elle n'a aucun intérêt à coopérer sur la dette si elle ne peut pas obtenir des concessions sur d'autres points. En vérité, personne ne sait et c'est compliqué. Ainsi que l'a évoqué John, la Chine s'est élevée au rang de troisième groupe prêteur dans la gestion des dettes souveraines après les membres du Club de Paris et les créanciers privés. Les progrès du cadre commun continuent à être bloqués mais je ne pense pas qu'il soit voué à l'échec. Un énorme volume de capital politique a été investi dans le cadre commun par des créanciers officiels et d'autres parties prenantes, et j'espère qu'ils ne le laisseront pas échouer facilement, mais la question de comment lever le blocage demeure. Je pense que ce qu'il faut c'est un moyen d'assurer à chaque groupe créancier, y compris des créanciers bilatéraux non-membres du Club de Paris, comme la Chine, l'Inde et d'autres, qu'aucun autre groupe créancier ne pourra exiger ultérieurement un traitement plus favorable d'un pays débiteur une fois qu'un accord de restructuration a été signé. La meilleure idée que j'ai vue jusqu'à présent, qui gagne du terrain à Washington et parmi les participants, est la proposition d'utiliser la clause créditrice la plus favorable pour tuer dans l'œuf tout espoir de la Chine ou d'autres pays de tenir le processus en otage afin d'obtenir des accords plus avantageux que ceux signés par les autres parties. Il faudra que ce soit une clause de nation préférée transversale aux créanciers, à la différence du traitement de comparabilité en tant que principe du Club de Paris, qui est une variation de la plupart des clauses favorables créancier.



Cela nécessitera du courage de la part des pays débiteurs car ce sera une proposition unilatérale et on peut espérer que d'autres s'y joindront mais cela semble préférable au blocage actuel.

Je voudrais également remercier M. Horii car j'étais assise à côté de lui il y a trois ans à Marrakech.

Jean-Claude Trichet

Je suis désolé de devoir vous interrompre, mais avez-vous une question précise pour les orateurs, pour John en particulier peut-être ?

Elena Daly

Exactement, je fais suite aux propos de John, peut-être que je réponds à une question avec lui, qui est de savoir si le cadre commun va échouer. Je pense qu'il ne faut pas qu'il échoue ou que l'on ne doit pas permettre qu'il échoue mais il faut des solutions et je me demande si John est d'accord pour dire que la Chine est le problème, ou est-ce que c'est un problème multilatéral ?

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup. Je pense que vous avez abordé un point très important, à ma connaissance nous avons un réel souci avec la Chine et principalement avec la Chine, même s'il y a d'autres créanciers potentiels qui sont concernés. Merci beaucoup pour cette importante question.

Jacques Biot, administrateur de sociétés et consultant senior dans les domaines des technologies de l'information et de la communication et de l'intelligence artificielle, ancien président exécutif de l'École Polytechnique de Paris

J'ai une question rapide pour le panel sur l'avenir du dollar en tant que monnaie de réserve. Je pense que l'an dernier nous avons eu plusieurs discussions sur le rôle du dollar en tant que moyen pour les États-Unis d'imposer l'extraterritorialité de leurs sanctions. Nous avons lu récemment que la visite de Xi Jinping dans le Golfe s'est conclue par des accords qui vont être étiquetés en yuan ou renminbi. Je voudrais savoir comment le panel voit l'avenir du dollar en tant que monnaie de réserve.

Jean-Claude Trichet

Une question très importante bien sûr. Merci beaucoup. Qui veut prendre la parole ?

Nikolaus Lang, Global Leader for the Global Advantage practice, directeur général et associé principal du Boston Consulting Group

Je voulais élaborer sur ce que vous avez dit M. Jacquet, sur la question d'une inflation due aux chaînes d'approvisionnement. Je pense que lorsque l'on regarde l'inflation aujourd'hui, elle repose sur quatre principales chaînes d'approvisionnement : l'énergie, les produits agricoles, les métaux et les semi-conducteurs. La question est : est-ce que les banques centrales possèdent vraiment tous les outils nécessaires pour régler cette perturbation des chaînes d'approvisionnement ?



Prince Michael of Liechtenstein, fondateur et président de Geopolitical Intelligence Services SA, président de la Fondation du Centre européen d'économie autrichien (ECAEF)

Merci M. le président. J'ai une remarque, je suis un entrepreneur et je discute avec d'autres entrepreneurs et je siège également au conseil de plusieurs entreprises industrielles moyennes mais de taille conséquente. Je pense qu'il existe un autre facteur, que je n'appellerais pas un choc des chaînes d'approvisionnement, mais un manque d'employés qualifiés. Je pense que c'est un problème majeur qui est exacerbé par le fait que nous devons faire de plus en plus de travail administratif pour répondre à un très haut niveau de régulation et de rapport sur ces régulations et il s'ajoute toujours de plus en plus de tâches. Par exemple, en Allemagne, deux tâches très lourdes ont été ajoutées : les rapports pour vérifier l'éthique des chaînes d'approvisionnement et les rapports sur la durabilité. Je ne dis pas qu'il ne faut pas évaluer l'éthique et la durabilité, mais cela représente beaucoup de travail supplémentaire. Je pense également que la spirale prix-salaire est déjà enclenchée. Je sais qu'il va y avoir des augmentations significatives des salaires de 6 ou 7 % dans toutes les entreprises où je suis impliqué. Dans certains pays comme l'Autriche, il semble qu'ils auront moins d'augmentation en pourcentage mais une prime unique pour rééquilibrer les revenus, ce qui revient au même. En Allemagne, je crois que c'était la semaine dernière, la plus grande organisation syndicale, le syndicat des métaux et de l'électricité, a convenu d'une très forte augmentation des salaires.

Jean-Claude Trichet

Je voudrais noter en passant qu'augmenter les salaires – un fait récurrent – n'est pas tout à fait la même chose que de payer une prime, qui ne se reproduit pas et qui est, bien sûr, une bonne façon d'éviter la spirale prix-salaire.

Bruno Weymuller, membre de Total Professeurs Associés et du conseil d'administration du Conseil français de l'énergie

J'aimerais avoir votre opinion sur l'avenir de la dette accumulée pour faire face à la crise du Covid-19. J'ai entendu John mentionner que gérer la dette était possible mais le taux de dette dans le PIB est encore très haut. Pensez-vous que nous pouvons voir cela avec une négligence bénigne car c'est dans le bilan comptable des banques centrales et c'est une sorte d'argent hélicoptère, ou pensez-vous que c'est un véritable problème pour le risque financier ? Sur ce point, la vision de l'inflation est qu'elle peut parfois être un outil utile pour réduire la dette. Quelle est votre réaction par rapport à cela ?

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup Bruno. Pouvons-nous avoir les dernières questions du public et ensuite nous rendrons la parole aux orateurs ?

Randy Kotti, ingénieur du Corps des mines

Merci beaucoup M. le Président. J'aimerais revenir aux pays en développement. En un sens, des crises jumelles du déficit sont une grande source d'inquiétude dans un espace fiscal restreint, en particulier quand on considère que l'on va avoir besoin de dépenses pour

l'adaptation et la mitigation du changement climatique. Dans le même temps, ma question s'adresse principalement à M. Ekué : pensez-vous que les banques privées et les banques d'État des pays développés ont suffisamment de capitaux pour gérer le choc ? En cas de défaut de crédit de l'État, dans la mesure où les banques d'État possèdent principalement des bons publics, il y a un énorme risque dans les économies en développement que certaines banques systémiques majeures fassent également défaut. Je parle de pays comme le Maroc ou la Tunisie que je connais plutôt bien et qui ont des réserves plutôt serrées et n'ont pas forcément suivi les recommandations de gouvernance et de régulations financières à la suite de la crise financière mondiale. Pensez-vous que les banques ont suffisamment de fonds ? Et que pouvons-nous faire pour éviter une autre crise dans ce domaine ?

Raed Charafeddine, banquier central et commercial, ancien premier vice-gouverneur de la Banque du Liban

J'ai en fait un peu de perspective à apporter la discussion qui n'a pas été mentionnée et, puisque nous sommes dans le monde arabe, j'aimerais ajouter la perspective générale arabe sur la croissance et l'inflation. Je serai bref. Le taux de croissance des économies arabes est prévu d'augmenter en 2022 pour atteindre environ 5,4 % contre 3,5 % en 2021, porté par de nombreux facteurs. Parmi ces facteurs, les plus importants sont les améliorations pertinentes dans les niveaux de demande mondiale, les importants taux de croissance dans les secteurs du gaz et du pétrole et l'adoption par de nombreux gouvernements arabes de packs de stimulation pour soutenir la reprise économique. Dans la lignée des développements mondiaux, le niveau général des prix dans les pays arabes est prévu d'augmenter en 2022, avec un taux d'inflation qui atteindrait environ 7,6 % et 7,1 % en 2023. Je conclurai que bien que certains pays arabes soient directement affectés par les défis actuels car ils sont de gros importateurs de produits alimentaires et de marchandises, la plupart des pays arabes peuvent jouer un rôle majeur dans la réduction du fossé alimentaire arabe et mondial et atteindre l'autonomie pour certaines marchandises comme le blé et les produits pétroliers. Ma question pour le panel est de savoir quel genre de réformes structurelles sont nécessaires pour lever les contraintes d'approvisionnement et améliorer la productivité et la capacité économique ? Quelles actions politiques sont nécessaires pour résoudre la crise alimentaire mondiale ?

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup. Chers collègues, je pense qu'il y a eu de nombreuses questions, j'en ai compté 11 et je suis sûr qu'il y en avait 12, donc chacun d'entre nous peut choisir sur quoi il veut commenter en restant le plus concis possible. Ensuite je pense que la meilleure façon de conclure nos échanges est de refaire un tour de table. Si vous êtes d'accord, je vais me tourner en premier vers Serge, puis Jeff, Akinari, et ainsi de suite. Je vous demande d'être concis et de vraiment choisir la question qui semble cohérente avec le message que vous voulez transmettre.

Serge Ekué, président de la Banque ouest-africaine de développement (BOAD)

Merci M. le président. Il y a une question à laquelle je souhaiterais répondre, qui est naturellement liée à la question des capitaux. Si vous vous souvenez de 2008, selon moi nous avons appris deux leçons. La première est qu'il nous faut des régulations plus strictes, et une

augmentation des capitaux pour avoir une réserve plus importante. Vous vous souviendrez que pendant la crise, c'était mondial et global, et c'était la fin du monde. Je pense que les deux leçons de cette crise ont été des régulations plus strictes et une augmentation des capitaux pour l'industrie de la finance, et plus particulièrement pour les banques et nous avons connu des augmentations de capitaux pour toutes les banques. La deuxième leçon a été la question des DTS, qui est revenue sur la table. Je pense qu'il y a une sorte de symétrie ici où nous avons les mêmes discussions avec les banques occidentales qui ont des fonds suffisants, même s'il y a toujours la question de l'augmentation des capitaux sur la table aujourd'hui. La deuxième chose c'est les DTS et leur allocation. L'allocation actuelle n'avait aucune utilité pour les pays occidentaux et aujourd'hui, le débat est de savoir comment ils peuvent être réattribués pour ceux qui en ont besoin. Pour moi, il y a une symétrie ici entre la crise que nous avons connu dans le passé, et celle d'aujourd'hui avec les deux leçons dont j'ai parlé. Merci M. Le président.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup. Concernant les DTS, c'est absolument terrible d'apprendre qu'aucun DTS n'a été réattribué de facto.

Jeff, vous avez la parole.

Jeffrey Frieden, professeur en études gouvernementales à l'Université d'Harvard

Il y a tellement de questions, je vais essayer de me concentrer sur une question courte puis une autre qui emmène vers d'autres questions posées, mais pas toutes, loin de là. Premièrement, sur le dollar comme monnaie de réserve, je pense que l'avis général des experts, que je partage, est que le dollar sera la principale monnaie de réserve dans le futur proche pour une raison évidente, qui est qu'il n'y a pas de candidat évident pour le remplacer. L'euro est largement utilisé comme monnaie de réserve mais ne va probablement pas augmenter beaucoup à cause de son chemin troublé et le renminbi n'a vraiment rien d'une monnaie internationale. Les marchés financiers chinois et les conditions monétaires chinoises sont loin d'être appropriés pour qu'il soit adopté comme monnaie de réserve par la monnaie privée. À ce stade, il est utilisé principalement par les banques centrales avec une connexion soit géopolitique soit économique avec la Chine. Je ne vois pas d'alternative évidente au dollar. Le dollar va donc probablement rester la principale monnaie de réserve pour le proche avenir, c'est-à-dire les 10 à 15 ans à venir.

L'argument principal que je voudrais présenter concerne la question essentielle que certains ont abordé et avec laquelle j'ai commencé. Nous pourrions discuter pendant les quelques heures à venir à propos des causes profondes de l'inflation actuelle et de la réponse appropriée, mais la réalité, c'est que la tendance économique réellement existante est la politique fortement anti-inflationniste de l'OCDE. Nous pouvons débattre pour savoir si c'est la bonne ou la mauvaise politique, mais c'est la politique qui est adoptée à l'heure actuelle. Il y a peu de doute que cela va continuer à être la politique adoptée et peu de doute sur ses résultats.

Nous allons faire face à une période de taux d'intérêts relativement hauts et un dollar assez fort ; il y aura peut-être des fluctuations, et je comprends bien l'importance de la volatilité. Je pense que nous devrions nous concentrer sur l'impact de la véritable politique anti-inflationniste qui existe, qui est un environnement de taux d'intérêt forts qui va faire éclater de nombreuses

bulles, et un dollar fort. Je pense que cela va mener à une série de crises dans les marchés émergents, ceux dont les dettes sont rédigées en dollars et même celles qui ne le sont pas, car les taux d'intérêt de la dette dans la monnaie locale vont augmenter également de façon substantielle. Cela va créer des problèmes de gestion de la dette et malgré ce que dit John, je pense que le service de la dette a été facile jusqu'à présent dans un environnement de bas taux d'intérêt, mais l'environnement est en train de changer de façon spectaculaire et les problèmes vont faire surface. Ils ne vont pas affecter les États-Unis directement mais les contraintes de politique fiscale, vous pouvez rebondir là-dessus si vous le souhaitez, sont réelles. Je pense que dans un environnement où il y a des besoins fiscaux substantiels pour effectuer la transition énergétique et adoucir le choc des politiques anti-inflationnistes, les gouvernements vont se retrouver avec les mains liées sur le front fiscal d'une façon qui va être difficile à vivre politiquement. Troisièmement, il y aura des effets distributionnels sur ces politiques anti-inflationnistes et nous les avons déjà vus. L'inflation n'est pas généralisée, sinon ce ne serait pas une inquiétude. L'inflation concerne les changements relatifs de prix. Les changements relatifs de prix et les changements relatifs de rémunération ou de salaire vont affecter des parts importantes de la population et il y aura des retours de bâton politiques. Je ne sais pas quelle forme cela va prendre, si ce sera le populisme de gauche ou de droite, ou l'absence de populisme, mais il y aura un retour de bâton politique. Beaucoup de points très importants ont été abordés mais je vois des implications claires dans la politique anti-inflationniste que les banques centrales vont continuer de mettre en place. Elles concernent les conséquences de la forte pression sur les marchés émergents, posant de véritables questions sur les contraintes fiscales des gouvernements de l'OCDE, et les facteurs distributionnels qui vont mener au retour de bâton politique. Je pense que ce sont là les problèmes auxquels nous allons faire face dans les années à venir.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup Jeff. Akinari, c'est à vous.

Akinari Horii, conseiller spécial et membre du conseil d'administration du Canon Institute for Global Studies, ancien gouverneur adjoint à la Banque du Japon

L'enquête de la BRI sur le marché des échanges en 2022 a mis en avant une fois encore que la répartition des principales devises sur le marché des devises internationales reste quasiment inchangée depuis plusieurs décennies : 1) le dollar américain est légèrement en dessous des 90 % sur les 200 % totaux, 2) l'euro est un peu au-dessus des 30 %, 3) le yen et la livre sont respectivement à 17 et 13 % en 2019 et 2022.

L'un des développements notables des dernières années, c'est l'ascension du yuan chinois ou RMB : de 4 % en 2019 à 7 % en 2022. Sur la même période, le dollar de Hong Kong et le rouble russe ont diminué leur participation d'un point chacun. L'ascension de la RMB s'explique en grande partie par sa substitution pour le dollar de Hong Kong et le rouble russe : d'une part, l'autonomie de Hong Kong en tant que centre financier s'est vue remise en question, et d'autre part, les sanctions occidentales envers les banques russes ont limité l'usage du rouble en tant que moyen de paiement pour les échanges commerciaux et autres transactions internationales.



Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup. Mes chiffres pour le dollar, l'euro et les autres monnaies ne sont pas tout à fait les mêmes concernant les actifs de réserve. Au début de l'euro, nous avions 70 % pour le dollar, 20 % pour l'euro et en troisième position il y avait le yen, pour lequel nous avions des actifs de réserve à hauteur d'environ 5 %. Puis le dollar est descendu en 20 ans de 70 % à 60 %, l'euro est resté à 20 % et le yen est également resté inchangé. Les 10 % que le dollar a perdu se sont répartis en livre sterling, renminbi, dollars canadiens et australiens, donc il y a eu une sorte de redistribution. Cependant, je me dois d'ajouter qu'il est clair que si une décision politique venait à créer une Fédération européenne, tout changerait du jour au lendemain car la profondeur et les liquidités du marché du trésor européen seraient totalement équivalentes aux États-Unis et cela changerait l'univers. Il n'est pas très probable que nous ayons une fédération politique rapidement.

Kyung-wook, vous avez la parole.

Hur Kyung-wook, président du Korean Bretton Woods Club, président du conseil du Korea Center for International Finance, ancien vice-ministre de la Stratégie et des Finances, ancien économiste au FMI

J'ai quelques commentaires à faire sur le dollar en tant que monnaie de réserve et je suis d'accord avec les deux orateurs précédents. Cependant, je voudrais ajouter que plus nous commençons à envisager le dollar comme arme financière, plus je pense qu'il y aura une incitation à trouver un moyen de le contourner. Je ne sais pas quand ces incitations pourraient devenir une menace significative mais probablement pas dans un futur prévisible. Néanmoins, je veux juste souligner que plus cette arme est utilisée, plus il y a de motivation à la contourner.

Le deuxième point n'est pas tant une réponse, mais je voudrais le mettre en avant : parce que le dollar est si fort et qu'il est une monnaie de réserve, la plupart des monnaies des économies avancées ont une sorte d'entente permanente. Cependant, dès que le marché devient turbulent, pour de nombreux pays sans le privilège d'une monnaie échangeable, il serait bien meilleur pour la stabilité du marché financier mondial d'avoir une attente raisonnable que la Fed trouve certains sous-arrangements sélectifs pour soutenir le système. Comme je l'ai dit, nous avons deux cas où la Fed a aidé les économies émergentes pendant les crises, mais nous ne savons toujours pas quand le soutien de la Fed sera mobilisé et cela crée encore plus d'incertitude pour la plupart des pays ayant une monnaie non-convertible. Je voulais juste mentionner cela.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup. J'espère que l'un d'entre nous répondra à la question sur les critères ESG et le drame associé à cette déviation que la finance mondiale est en train d'organiser pour tirer avantage de faux ESG, mais c'est une autre histoire.

Je me tourne à présent vers Pierre.

Pierre Jacquet, président du Global Development Network (GDN), professeur à l'École nationale des ponts et chaussées

Merci. Laissez-moi revenir sur la remarque de Bertrand sur l'attribution de capital et les façons de l'attribuer correctement. Je vois trois approches. La première est d'insister à nouveau sur le rôle d'une taxe carbone appropriée et significative pour être cohérent avec les inquiétudes concernant l'énergie et la transition climatique. La deuxième concerne les outils de mesure : nous avons parlé de la transition verte autour de cette table, mais de façon un peu marginale car dans le même temps nous parlons de croissance du PIB. Cependant, le PIB n'est pas un indicateur très utile pour la transition verte. Nous avons un besoin urgent de meilleurs outils de mesures pour guider la transition car transition verte et croissance plus rapide du PIB ne sont pas spontanément cohérents. Pour éviter un débat stérile entre les pro-croissance et les pro-décroissance, nous devons redéfinir ce que la croissance signifie et ce qu'elle devrait concerner. La troisième approche, où je vais encore jouer les provocateurs avec certaines de mes qualifications, est en fait la dépense gouvernementale et les déficits budgétaires. Ce qui s'est passé pendant la période Covid, c'est que les économies privées qui auraient été mal utilisées et allouées ont été canalisées par le gouvernement, dont on peut estimer qu'il a mieux attribués les fonds. C'est sujet à débat, mais si le capital privé est mal attribué alors il y a peut-être des solutions gouvernementales, donc c'est une façon possible de restaurer le sens du déficit public. Je suis cependant d'accord avec ce qu'a dit Jeff. Nous sommes dans une situation où nous avons augmenté les déficits publics à un tel point que la marge de manœuvre est très étroite, quelle que soit notre opinion des déficits budgétaires. Ma suggestion est d'approcher l'allocation de l'épargne de façon globale plutôt que de constamment séparer le public et le privé parce qu'en vérité, c'est l'allocation finale des ressources qui comptent et cela requiert une interaction public-privé. Ce qui compte c'est l'allocation de capital dans l'économie, et nous savons que la transition verte va requérir beaucoup d'investissement.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup Pierre. André, j'imagine que vous avez un message en réponse à certaines des questions.

André Lévy-Lang, président fondateur de l'Institut Louis Bachelier

Sur les critères ESG. Nous avons un travail en cours pour essayer de quantifier plus scientifiquement certains des éléments des ESG et pour construire une base de données de nombres contrôlés afin qu'elle soit significative. Pour l'instant, je crains un retour de bâton sur les ESG car d'énormes sommes sont investies sur la base d'ESG implicites ou publiés, en général avec très peu de substance. Le véritable point que je voulais exprimer ici, qui est la même question d'une façon différente, c'est qu'il est extrêmement difficile de mettre un prix sur le risque lorsque l'on parle du climat car les externalités, qu'elles soient positives ou négatives, sont monumentales. Nous savons bien qu'il n'est jamais facile d'estimer le coût des externalités. Il faut des réglementations, des interventions gouvernementales etc., et c'est encore pire lorsque l'on parle d'investissement à long terme. Cet après-midi nous avons entendu combien de temps il faut pour créer de nouvelles mines, pour changer les processus dans l'industrie et il y a d'énormes sommes d'argent en jeu, et une chronologie à long terme avec d'énormes externalités. De plus, il y a le fait que les banques doivent payer un plus grand prix pour le

risque que les établissements non-bancaires. Il y aura donc également une transition des fonds pour aller en-dehors des banques. Nous sommes faces à une situation très difficile et je ne vois pas comment nous pourrions éviter une intervention gouvernementale. La taxe carbone est une façon de simplifier une partie du problème, mais il est peu probable qu'elle soit mise en place au niveau mondial. En d'autres termes, pour revenir à ce que disait Pierre, d'une certaine façon les externalités signifient l'intervention du gouvernement, ce qui d'une certaine façon signifie du déficit. Nous sommes donc loin d'être sortis d'affaire.

Jean-Claude Trichet

J'aurais peut-être suggéré des règles, régulations et recommandations mondiales. Il y a un an, nous avons créé un nouvel organisme, le International Sustainability Standards Board, ISSB, qui est très ambitieux et possède déjà des antennes en Asie, à Tokyo et Pékin, en Europe avec une maison mère à Francfort, une base à Londres et à Montréal. C'est très ambitieux et chaque pays, y compris la Chine, est impliqué. Je ne sais pas si les spécialistes attendent quelque chose de ce nouveau bureau mais la communauté internationale mise beaucoup dessus, et ils ont quasiment terminé le processus d'inscription. Je ne veux pas trop développer ce point, mais j'ai été un peu impliqué dans la création et la mise en place de ce nouvel organisme. Pour moi, une augmentation du déficit serait absolument aberrante, donc tout doit être financé par l'épargne, l'épargne, et encore l'épargne. Dans un pays qu'André et moi connaissons très bien, où la dépense publique est probablement de 10 % supérieure à d'autres pays équivalents, il y a certainement de l'épargne à faire, et peut-être pourrions-nous procéder à des réattributions massives, mais c'est une autre histoire.

John, beaucoup de questions vous ont été adressées

John Lipsky, Senior Fellow au Foreign Policy Institute de la Paul H. Nitze School of Advanced International Studies de l'Université Johns Hopkins, ancien premier directeur général adjoint du FMI

Merci. Je voudrais juste faire un commentaire sur ce que vous venez de dire. Je me souviens très clairement lors de la réunion ministérielle de préparation au sommet du G20 d'avril 2009, la question a été posée de savoir si les ministres des Finances du G20 devraient répondre à la question de la finance climatique. Sans nommer personne, il y a eu de fortes voix pour dire : « Non, absolument pas, nous n'avons aucune expertise sur ce sujet. C'est un problème pour la Conférence des Nations Unies sur les changements climatiques, pas pour nous. » Un des résultats de cette division dans la fixation des objectifs entre les problèmes environnementaux et les sources financières prospectives fut une période de progrès pratique très faible. Je suis frappé de voir que ce qui est finalement en train de se produire c'est que les sujets-clé de la fixation des objectifs et du financement sont de plus en plus envisagés ensemble. Il en résulte plus de réalisme sur ce qui est faisable – et par conséquent, une raison d'être plus optimiste.

Les arguments que je voulais avancer était en premier que la perspective pour l'inflation – et la question de la difficulté pour revenir à une inflation basse – est absolument essentielle. Mon argument était que nous avons connu une décennie pendant laquelle nous avons eu une inflation plus basse que prévu et même aujourd'hui nous n'avons pas de réponse complète sur les raisons de ce phénomène.

De façon similaire, si nous regardons les épisodes passés quand nous avons essayé de diminuer l'inflation, nous n'avons aucune garantie qu'ils offrent une méthode fiable pour les actions d'aujourd'hui. Néanmoins, une chose est sûre : il y aura des conséquences fâcheuses si nous échouons à réduire l'inflation. Je vous donne un excellent exemple : les économies avancées ont été capables d'augmenter rapidement leur dette car les taux d'intérêt et le service de la dette sont restés très bas. Si l'inflation reste un problème, les taux d'intérêt élevés vont rapidement augmenter le fardeau fiscal ne serait-ce que pour la dette existante. Cependant, la récente expérience favorable des économies avancées n'a pas été vraie pour les économies en développement ou émergentes. Il y a dix ans, le pourcentage de revenus publics pour couvrir le service de la dette publique dans ces pays étaient à peu près équivalents à celui des économies avancées, mais aujourd'hui il est bien plus grand, et cela va très certainement empirer dans un avenir proche. C'est pourquoi nous savons avec certitude que les pays en développement vont avoir des difficultés avec leurs dettes. Les taux d'intérêt sur leurs dettes vont augmenter – en particulier pour les économies en développement non-riches en ressources – et leur revenu va diminuer. Un allègement officiel de la dette va de toute évidence être nécessaire dans plusieurs cas. Cependant, le processus disponible pour l'allègement de la dette est au point mort à l'heure actuelle. Progresser dans ce domaine va nécessiter de meilleurs standards pour la transparence de la dette et cela va nécessiter une coopération de tous les acteurs pour créer un point de départ utile en posant les chiffres adéquats sur la table.

Le deuxième problème concernant la dette des pays en développement c'est l'engagement du secteur privé. Même si l'on surmonte le problème de la transparence de la dette, un des problèmes du cadre commun du G20 – qui était aussi un problème pour le Club de Paris – c'est que le secteur public s'accorde sur un programme d'allègement de la dette, et tente ensuite de dicter leur rôle au secteur privé. C'est une recette pour l'enlisement. Il nous faut un meilleur format pour l'engagement du secteur privé et plus de clarté sur ce qui constitue un partage équitable du fardeau.

Enfin, j'aimerais ajouter un commentaire sur le processus actuel de prévention de crise, qui apparemment implique aujourd'hui la disposition discrétionnaire des lignes de swap de la Réserve fédérale pour certaines grandes économies émergentes. J'ai toujours considéré cette action comme une destruction systémique, ou du moins une perturbation systémique. Le « système » actuel implicite est constitué des lignes permanentes et illimitées de swap des principales banques centrales entre elles. Pour illustrer mon propos, appelons-les les passagers en première classe. Ce sont les pays qui constituent les amis préférés de la Fed qui, selon des conditions qui ne sont pas spécifiées à l'avance, pourraient se voir octroyer des facilités de swap temporaires d'un montant et d'une durée qui ne sont pas spécifiés à l'avance selon des critères qui ne sont pas connus à l'avance. Dans les faits, cette action amplifie le sentiment que tout le monde qui ne vole pas en première classe ou en business est relégué en classe éco, c'est-à-dire qu'ils doivent se contenter de gérer la situation avec le FMI. Ainsi, je n'ai jamais compris pourquoi les lignes de swap de la Fed dans le marché émergent avaient une utilité systémique. Si le but est de créer des mécanismes efficaces de prévention de crise dans un monde de finances sécurisées, des facilités de type swap et assurances seront nécessaires, et le FMI devrait avoir le droit de proposer ces facilités à tous ses membres.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup.

Jean-Claude Meyer, Vice Chairman International de Rothschild & Cie

Je vais simplement ajouter que les pays émergents que nous aidons à financer de temps en temps sont aujourd'hui face à d'énormes difficultés et ne peuvent même pas financer leurs déficits budgétaires. Pas seulement cela, mais ils ont des problèmes de défense liés au monde islamique et ne peuvent pas payer leurs armées, ce qui est extrêmement dommageable. Par exemple la Côte d'Ivoire, sur les 10 dernières années, payait entre 8 et 9 % d'intérêt, et ils ne pouvaient pas se le permettre, ce qui est un problème.

Je suis désolé Jean-Claude, mais Christine Lagarde confirme mon chiffre le plus pessimiste, qui n'est pas 4,3 mais 4,8 % pour la zone Euro, c'était dans son discours à Tallinn le 2 ou le 3 novembre.

Jean-Claude Trichet

Comme je l'ai dit, je n'utilise pas les chiffres de la BCE mais les chiffres d'EuroStat. Je suis désolé, car je fais la même chose pour les États-Unis et ils sont toujours une façon d'introduire l'alcool et le tabac dans le calcul, et je ne sais pas pourquoi. Je comprends pourquoi ils font ça, et c'est la même chose aux États-Unis car ils essaient d'éviter la spirale des prix et des salaires, donc pour eux le chiffre d'inflation de base le plus bas est préférable, et je suis tout à fait d'accord avec cela de leur point de vue. Cependant, je pense que c'est le chiffre véritable qui compte, et qui, d'ailleurs, varie énormément de pays à pays pour compliquer la lecture européenne de la situation. Comme vous le savez, l'inflation nationale en France est bien plus basse que dans d'autres pays à cause du coût qui est porté par l'allègement fiscal des prix de l'énergie. Les Français dépensent beaucoup d'argent pour alléger le prix du pétrole, du gaz, etc. Merci beaucoup Jean-Claude, nous vérifierons notre position exacte bilatéralement avec Christine.

Je pense que nous avons abordé de nombreux problèmes, et je note en passant que, que ce soit pour le dollar ou pour l'euro, il n'est pas sage d'avoir des sanctions qui gèlent les actifs de réserve, et c'est un vrai problème. Je me suis publiquement opposé à ces sanctions contre la Banque centrale de Russie, et je persiste à penser qu'elles sont absurdes. Nous avons transmis au reste du monde le message qu'avoir le dollar ou l'euro comme monnaie de réserve est une mauvaise idée, et de nombreux pays dans le reste du monde ne savent pas vraiment s'ils ne vont pas avoir un problème avec les États-Unis ou l'occident, ou autre. Nous leur avons dit « faites attention, vous devriez mettre vos actifs de réserve dans d'autres instruments », et c'était une grave erreur et une mauvaise idée. C'est en tout cas mon ressenti.

Je voulais clarifier un deuxième point, et encore une fois, il ne s'agit pas juste du dollar, cela concerne également l'euro.

Les Européens savent à quel point les États-Unis peuvent se concentrer sur leurs intérêts propres. Lorsque nous avons appliqué l'accord que nous avons avec l'Iran, le congrès américain a décidé de nous punir d'avoir mis en place ce qui avait été décidé et signé et cela a mis en colère tous les Européens. Il y a un problème sur ce point car en quelque sorte, le dollar



est un bien public mondial et il en va de même pour l'euro, donc décider que c'est la propriété privée d'un pays en particulier, c'est vraiment répugnant. Les Européens étaient furieux, et la Commission a tenté de trouver un moyen de contourner le problème, ce qui au final n'a pas fonctionné.

Jeffry Frieden

Puis-je vous rappeler qu'il y a 50 ans le Secrétaire américain au Trésor a dit « c'est notre monnaie mais c'est votre problème ».

Jean-Claude Trichet

Oui, M. Connally, et c'est toujours vrai.

Je vais conclure en disant que nous avons eu une très bonne discussion sur l'équilibre à trouver pour les banques centrales entre les chocs d'approvisionnement et les chocs de demande. La hausse des prix de certaines marchandises et les sursauts d'inflation provoquent à la fois inflation et récession. Il faut équilibrer la lutte contre l'aspect inflationniste mais rester très prudent car elle est aussi récessive. Il y a des différences entre les États-Unis et l'Europe, où l'inflation est plus récessive, donc ces derniers justifient des politiques monétaires significativement différentes et cela va continuer. Dans tous les cas, il y a un point fixe, un point archimédien si j'ose dire, qui est qu'il faut descendre à la stabilité des prix en un temps raisonnable, sinon on se retrouve dans la situation de la Fed dans les années soixante-dix et quatre-vingt, c'est-à-dire une spirale salaires-prix monumentale et persistante.

Puis Paul Volcker arrive, au moment où l'inflation est installée à 14 %. Il doit faire le nécessaire et c'est bien plus spectaculaire que d'être un peu en avance et de tenter de reprendre le contrôle en temps voulu. Quand vous avez une inflation à 14 %, les intérêts à court terme sont à 19 % et 20 % à certains moments pour reprendre le contrôle et cela déclenche une récession dramatique et une crise financière monumentale. Cela n'a rien à voir avec ce que nous prévoyons dans le cas présent, en prenant en compte que les banques centrales ne sont pas nonchalantes, elles ne nient pas les problèmes et sont de toute évidence prêtes à agir. Quand elles ne font rien, tous ces effets de deuxième vague deviennent réalité et la situation devient réellement très dramatique. Je comprends bien qu'il faut trouver un équilibre et il est normal que les chercheurs observent cela en permanence ainsi que l'impact sur la fabrique sociale et politique de ce qui se déroule. C'est très sérieux, et je suis rassuré que les deux banques centrales, et pour tout dire toutes les banques centrales des économies avancées aient déclaré qu'elles allaient tenter d'ancrer les prévisions d'inflation à 2 % à moyen terme, que c'est un objectif raisonnable et qu'elles essaieront de l'atteindre. C'est rassurant, d'autant plus car les économies avancées ne sont pas dans la même situation monétaire ou n'appliquent pas la même politique monétaire, mais l'objectif reste le même.

Je pense que nos orateurs ont mérité des applaudissements.