

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

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

John, la parole est à vous. Tout le monde vous connaît et nous sommes impatients de vous entendre.

John Lipsky

Jean-Claude, vous êtes trop bon. Merci beaucoup. Il y a tant de choses dont nous pourrions parler. Cependant, je vais essayer de me limiter à deux. En premier, mon cher ami Akinari Horii a décrit une perspective que je pense être assez plausible. Il a dit qu'il y a de bonnes raisons de penser que les perspectives sont moins graves que ne le craint le consensus. Si j'ai bien compris, vous ne dites pas que les pires scénarios sont impossibles, mais que le consensus est un peu trop pessimiste pour les raisons que vous avez données, et je suis largement d'accord avec ça. Dans les circonstances actuelles, la plupart des commentateurs se sont concentrés sur la politique monétaire. Il y a bien sûr de bonnes raisons à cela. Néanmoins, je pense que cela vaut le coup de revenir en arrière et de noter que cela suit une longue période où la politique monétaire dans quasiment toutes les économies avancées a démontré qu'elle était moins forte pour contrôler l'économie qu'on ne le pensait.

Pour le dire autrement, dans la suite de la crise financière mondiale, nous avons eu une série de développements inattendus, en particulier dans les économies avancées, qui n'étaient pas prévus et que nous ne comprenons toujours pas entièrement, mais qui ont été bien plus puissants pour façonner l'environnement financier et économique que ne l'ont été les seules mesures politiques. Nous avons eu une période de croissance lente, d'investissement bas, d'une participation de la force active plus basse que prévue et dans le même temps, des profits des entreprises d'une robustesse inattendue. Cette combinaison a été associée à une faiblesse des taux d'intérêt réels inattendue qui a duré. Cela a produit un résultat surprenant : malgré une croissance très rapide de la dette publique dans le contexte de la crise financière mondiale, le service de la dette en tant que pourcentage des revenus du service public n'a pas augmenté dans les économies avancées, il a même baissé. Le résultat fut une période extraordinairement clémente à bien des égards.

Grâce à cette combinaison d'absence de pression sur les finances publiques malgré une hausse rapide de la dette et de profitabilité des entreprises d'une force inattendue, un des

résultats fut la très forte performance des prix des actifs, en particulier le cours des actions. Dans le même temps, et malgré le consensus général sur une stratégie de lutte contre l'inflation pour les banques centrales et un accord pour ainsi dire universel sur l'objectif d'inflation à 2 % annuels, aucune banque centrale ne semble capable d'atteindre cet objectif. Au lieu de ça, elles ont quasiment toutes connu une inflation en deçà de ce chiffre.

Ensuite sont arrivés les chocs inattendus du Covid-19 et de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Le résultat a été une hausse brutale de l'inflation qui a pris les banques centrales de cours et démontré que, puisque leur modèle ne l'avait pas anticipé, les changements souterrains dans l'économie mondiale suite à la crise financière globale n'avaient pas été bien compris.

Cela nous laisse avec d'importantes questions. Clairement, ce que nous avons vu dans l'inflation était une combinaison d'un fort soutien à la demande via la fiscalité et d'autres moyens, dans un contexte d'offre restreinte. Ce que Akinari Horii nous a prédit pour maintenant est une reprise de l'offre et l'évaporation des effets d'encouragement, qui vont corriger les déséquilibres qui ont généré la hausse inattendue de l'inflation. Ce que nous ignorons c'est à quelle vitesse l'inflation va reculer. Jusqu'à présent, l'impact sur les taux d'intérêt à long terme a été moins important que prévu. Cela pourrait être interprété comme un signe que les investisseurs anticipent une récession. Dans ce cas, le retour vers une inflation basse sera un voyage difficile.

Cependant, ce résultat est loin d'être certain et il est possible que les investisseurs anticipent que de la même façon que l'inflation a augmenté plus et plus vite que prévu, la chute sera plus rapide et moins pénible que les prévisions actuelles ne le prévoient. Parmi les aspects d'une importance critique dans la détermination du résultat, le cours des salaires devra être monitoré de près. Pour l'instant, les salaires sont à la traîne derrière l'inflation, et l'avis général anticipe que les gains de salaire vont s'accélérer, résultant en une spirale salaires-prix qui ne sera stoppée que par les moyens conventionnels d'un resserrage de politique monétaire, augmentant le risque d'une récession.

Dans tous les cas, nous ne savons pas ce qui est arrivé aux prévisions d'inflation après une décennie de chiffres bas inattendus. De toute évidence, les interactions entre les prévisions d'inflation et le marché du travail vont être d'une importance critique. Cette interaction sera importante pour déterminer si les profits d'entreprises vont survivre, auquel cas les prix des actifs devraient également s'avérer plus résilients que prévu.

Dans le même temps, le comportement des taux d'intérêt à long terme va être critique pour les perspectives de politique fiscale : si les taux à long terme augmentent significativement, et restent élevés pour toute période de temps, il va y avoir une pression monstrueuse sur les comptes fiscaux dans les économies avancées, car les coûts de service de la dette vont augmenter inexorablement en tant que pourcentage des revenus.

Ce sont de grosses inconnues, mais je conclus de façon un peu plus optimiste que la voix générale, même si c'est peut-être plus une réflexion de ma propre personnalité que de mon analyse. Cependant, je suggère, depuis longtemps, qu'une concentration intense sur la politique monétaire dans les discussions publiques des perspectives économiques et financières semble être au détriment de l'analyse des forces fondamentales souterraines qui sont selon moi les plus importantes.



Une autre remarque rapide si vous me permettez : il est de notoriété publique que la dette des pays en développement va être un problème. Nous connaissons également les grandes lignes du problème qui bloque à l'heure actuelle la formation d'une solution multilatérale efficace. En résumé, c'est le grand changement dans la composition des créanciers des économies en développement qui s'est déroulé depuis la grande crise financière, qui a rendu le Club de Paris préexistant inefficace. Une nouvelle coopération internationale est nécessaire pour progresser vers une solution.

Admettant que le Club de Paris n'était plus le lieu adéquat, le G20 a créé le cadre commun pour les traitements de la dette. Le cadre commun s'est pour l'instant illustré par ses progrès léthargiques, pour ne pas être plus dur. C'est un problème qui sert de test décisif pour les perspectives de coopération politique mondiale. En d'autres termes, le cadre commun du G20 doit fonctionner. Évidemment, il faudra pour cela faire des compromis. Quels que soient les détails – pour ceux qui sont inquiets de l'inégalité mondiale et pour ceux qui craignent la dérégulation de la gouvernance mondiale – il faut une solution à l'impasse actuelle.

Merci, j'ai parlé trop longtemps.

Jean-Claude Trichet

Merci beaucoup John. Vous êtes confiant mais avec beaucoup de nuances, si je vous comprends bien.