

21.

Rendre à la politique des perspectives de long terme

La politique économique réagit souvent dans l'urgence : chute violente de l'activité, chômage de masse, crise financière, déflation... Mais elle ne doit pas perdre de vue ses objectifs de long terme, sinon la réaction dans l'urgence conduira à une situation encore plus dégradée. Quelques exemples :

- la violence de la réaction de la politique budgétaire à la crise en 2009, oubliant que la crise allait être durable, et qu'il allait falloir rétablir la solvabilité budgétaire de long terme dans une période de croissance faible ;

- à l'inverse, la violence de la correction des déficits publics en Europe depuis 2010, oubliant que si les politiques budgétaires restrictives réduisent la croissance potentielle, la situation économique et budgétaire sera encore pire dans le futur ;

- l'expansion monétaire sans limite répond au risque de déflation mais oublie l'objectif de stabilité financière : bulles sur les prix des actifs, instabilité des taux de change compte tenu de la taille énorme des flux de capitaux internationaux ;

- le chômage massif des jeunes non qualifiés a conduit certains pays à baisser les charges sociales sur les plus bas salaires et à accroître l'emploi pour ces jeunes dans les Administrations publiques, oubliant que tout cela était financé par une taxation accrue du secteur exposé et conduirait à la désindustrialisation.

On peut se demander si entreprises et politiques savent faire des politiques économiques de court terme sans tuer les politiques de long terme ?

Contribution du Cercle des économistes

Patrick Artus

Intervention

Christine Lagarde

Témoignages

Pierre-André de Chalendar • Motoshige Itoh • Adair Turner

Modérateur

Dominique Seux

Politiques économiques : arbitrage entre court terme et long terme

 Patrick Artus

Dans la période récente, on a vu dans beaucoup de pays de l'OCDE des politiques économiques ayant des objectifs clairs à court terme mais faisant courir au pays le risque de graves difficultés à long terme.

Aux États-Unis, les politiques monétaires très expansionnistes ont des effets positifs à court terme sur les prix des actifs, sur l'investissement des entreprises et l'investissement résidentiel, sur les finances publiques, sur la vitesse de désendettement des ménages... Le Royaume-Uni et le Japon parviendront peut-être à obtenir les mêmes effets. Mais ces politiques monétaires très expansionnistes peuvent avoir des effets destructeurs à long terme : bulles sur les prix de certains actifs et disparition des primes de risque nécessaires, accumulation d'actifs achetés à des prix anormalement élevés par les investisseurs, instabilité des taux de change, retour du levier d'endettement qu'on voulait pourtant réduire.

Dans la première partie des programmes de consolidation budgétaire dans la zone euro (2010-2013), la volonté de réduire rapidement les déficits publics afin de rétablir la crédibilité budgétaire et la solvabilité budgétaire des pays a conduit beaucoup de pays de la zone euro, pour obtenir des résultats visibles rapidement en termes de diminution des déficits publics, à réduire des dépenses publiques utiles à la croissance à long terme (investissements publics, dépenses d'éducation...) ou à augmenter des impôts défavorables à la croissance (charges sociales) ; le coût à long terme est bien sûr la perte de croissance potentielle, la hausse du chômage structurel.

Depuis 2013, on bascule au contraire dans un choix différent : ralentir la consolidation budgétaire et limiter les réformes structurelles pour éviter de

déprimer davantage l'activité à court terme, ce qui fait peser le risque, d'une part d'une hausse durable des taux d'endettement public et de nouvelles crises des dettes souveraines à long terme, d'autre part des effets néfastes de l'absence de réformes structurelles. Le bon choix aurait probablement été de maintenir une réduction rapide des déficits publics et les réformes structurelles en compensant les effets négatifs par des investissements efficaces financés au niveau européen.

Il est clair que les crises, d'une manière ou d'une autre, réduisent l'horizon des gouvernements et font courir le risque de l'oubli des effets à long terme des politiques menées.

■ Les crises raccourcissent les horizons temporels des gouvernements

Lorsqu'il y a chute de l'activité, hausse du chômage, violente augmentation des déficits publics, effondrement du crédit, etc. l'objectif des gouvernements (et des Banques centrales) devient alors très naturellement de stabiliser les économies à court terme.

Le risque est alors que les gouvernements, concentrés sur des objectifs de court terme, oublient les effets à long terme des politiques économiques, ou s'en désintéressent. Nous allons donner trois exemples : la politique monétaire des États-Unis (ainsi que du Royaume-Uni et du Japon) ; la politique budgétaire dans la zone euro jusqu'à une période récente ; et la politique budgétaire présente dans la zone euro.

■ Politiques monétaires très expansionnistes

La Réserve Fédérale mène depuis le début de la crise une politique monétaire très expansionniste, avec en particulier des achats massifs d'actifs.

Cette politique monétaire a permis d'obtenir des niveaux de taux d'intérêt très faibles par rapport aux taux de croissance, de faire remonter les prix des actifs, d'où un soutien à la reprise de l'immobilier résidentiel, de l'investissement des entreprises, finalement de l'emploi, au travers aussi du soutien au désendettement des ménages.

Les mêmes résultats positifs des politiques monétaires expansionnistes vont peut-être être obtenus dans le futur au Royaume-Uni et au Japon, avec les programmes d'achats très importants de titres publics et la baisse des taux d'intérêt dans ces deux pays.

Mais contrôle-t-on les effets à long terme de ces politiques monétaires très expansionnistes ? Il peut s'agir :

– de prix d'actifs anormalement élevés, avec la disparition des primes de risque due aux achats de la Banque centrale ou aux achats liés à la forte baisse des taux d'intérêt à long terme. Ceci se voit sans doute aujourd'hui sur les dettes publiques, peut-être sur les actions américaines et japonaises. Le risque est alors celui d'achats

21. *Rendre à la politique des perspectives de long terme*

durables d'actifs à des prix anormalement élevés pour les investisseurs, qui sont alors menacés par la correction ultérieure des prix des actifs ;

– de l'instabilité des taux de change, due aux arbitrages entre devises avec une quantité de liquidité considérable créée par les Banques centrales, ce qu'on observe peut-être déjà aujourd'hui sur le yen ;

– du retour du levier d'endettement, qu'on voulait pourtant réduire, et qui se voit clairement pour les entreprises américaines avec la reprise du crédit et les rachats d'actions.

■ Consolidation budgétaire dans la zone euro : première époque

La première époque de la consolidation budgétaire dans la zone euro (2010-2013) est celle où les pays à déficit public élevé (Espagne, Italie, Portugal, Grèce, France, Pays-Bas, Irlande) ont essayé de réduire rapidement leurs déficits publics.

L'objectif de cette réduction rapide des déficits publics était de rétablir rapidement la crédibilité et la solvabilité budgétaires. Le malheur est que, pour obtenir de manière rapide, à court terme, une réduction des déficits publics, beaucoup de pays de la zone euro ont :

– réduit les investissements publics : Irlande, Espagne, Pays-Bas, Portugal, Grèce, Italie ;

– réduit les dépenses d'éducation : Espagne, Italie, Portugal, Irlande ;

– accru les impôts défavorables à la croissance, en particulier les cotisations sociales : France, Pays-Bas, Italie, Irlande.

Si la réduction des déficits publics à court terme est obtenue par des baisses de dépenses publiques ou des hausses d'impôts qui réduisent la croissance à long terme, elle est dangereuse et de plus probablement non durable.

■ Consolidation budgétaire dans la zone euro : deuxième époque

La seconde époque de la consolidation budgétaire dans la zone euro (à partir de 2013) est celle où les pays ralentissent le rythme de réduction de leurs déficits publics, limitent ou retardent les réformes structurelles (par exemple réforme de l'État, des retraites, du marché du travail) afin d'éviter de trop déprimer l'activité et afin de limiter la hausse du chômage.

On voit ainsi que la compétitivité continue à se dégrader, en Italie, aux Pays-Bas, en France, et que les dépenses publiques ne sont pas significativement réduites en France, en Italie, aux Pays-Bas, au Portugal.

Le risque de long terme est alors clair : que pour éviter de déprimer l'activité à court terme, certains pays laissent croître considérablement leur taux d'endettement public, ou ne fassent rien pour redresser leurs gains de productivité (sauf en Irlande et en Espagne) et leur croissance potentielle, pour réduire leur chômage structurel, faute de réformes qui pourraient avoir un effet négatif à court terme sur la demande.

■ **Synthèse : comment concilier le court terme et le long terme ?**

Comment soutenir l'activité à court terme par une politique monétaire très expansionniste (comme aux États-Unis) sans subir les effets négatifs à long terme de l'excès de liquidité (bulles, achats d'actifs surévalués par les investisseurs, instabilité des taux de change...) ? Probablement avec des règles strictes de sortie des politiques monétaires expansionnistes liées à un certain nombre d'indicateurs économiques.

– Comment réduire les déficits publics excessifs à court terme sans toucher aux dépenses qui soutiennent la croissance de long terme ? En ayant le courage de ne pas toucher à ces dépenses publiques et en réduisant les autres (transferts, salaires...).

– Comment éviter de déprimer considérablement l'activité à court terme tout en ne laissant pas les taux d'endettement public augmenter sans limite et en ne renonçant pas aux réformes structurelles ? Dans les pays en difficulté de la zone euro, il aurait sans doute fallu ne pas réduire le rythme de réduction des déficits publics ou celui des réformes, mais compenser l'effet dépressif sur la demande par des investissements publics utiles (énergie, transport de fret, numérique, isolation) financés par l'Europe.

Le FMI et le long terme

Christine Lagarde

Fonds Monétaire International

Je voudrais d'abord, à titre préliminaire, faire quelques remarques qui expriment la position du FMI sur ce qu'implique le fait de rendre à la politique économique des perspectives de long terme. Je voudrais le faire en évoquant non pas tout ce qui a été fait au cours des six dernières années, tout ce qui a été détruit, tout ce potentiel de croissance abîmé, ces opportunités ratées, ni évoquer l'ensemble des mesures qui ont été prises par tous les pays du monde pour essentiellement redresser l'économie – surtout pour les pays avancés qui subissaient de plein fouet les effets de cette crise financière et économique d'une brutalité et d'une violence incroyables.

Je voudrais surtout essayer de nous projeter dans l'avenir et apporter un premier élément de réponse à la question de savoir si la politique de sortie de crise ne risque pas de dégrader le long terme. Je voudrais d'ailleurs renverser la question et essayer de voir si des politiques de long terme ne peuvent pas être de nature à nous aider à sortir de la crise. De ce point de vue, je voudrais évoquer rapidement la politique monétaire et budgétaire en soutien de ces actions de long terme et regarder dans quelle mesure elles peuvent nous aider dans le court terme.

Je voudrais examiner rapidement la question de la réforme du secteur financier, projet évidemment de long terme, qui doit également ancrer des anticipations dans le court terme.

J'évoquerai aussi la position du FMI en matière de politique de croissance et de création d'emploi qui restent l'alpha et l'oméga de toutes les politiques économiques et des combinaisons de politiques économiques qui doivent être mises en œuvre.

► **Sur le plan budgétaire**

D'abord, comme on le sait, sur le plan budgétaire les dettes publiques des économies avancées se sont considérablement alourdies à l'occasion des différents plans de relance mis en œuvre en particulier au cours de l'année 2009. Elles partaient de bases qui, pour certains de ces pays, mais pas pour tous, étaient élevées. L'Espagne avait un taux d'endettement public relativement faible qui s'est aggravé de manière brutale. Des pays du cœur de la zone euro étaient eux à des taux d'endettement nettement plus élevés et ont aussi augmenté considérablement leur dette. On a un taux moyen qui est aujourd'hui, en matière de dette publique, de 110%, du jamais vu depuis les années 80, sans parler d'un épisode de quelques années au moment de la Seconde Guerre mondiale. En revanche, on se trouve maintenant devant un problème ardu, de long terme et dont les économies des pays avancés vont subir longtemps les conséquences.

Quel que soit le sort que l'on réserve à ces vieilles et lourdes dettes – certaines ne sont pas si vieilles que ça d'ailleurs – il est évident que des politiques budgétaires responsables, crédibles et de long terme, sont indispensables pour placer l'endettement sur une trajectoire descendante. En dehors de la zone euro, je pense en particulier au Japon dont la dette publique est la plus élevée de toutes les économies avancées. Je pense évidemment aux États-Unis dont le taux est légèrement supérieur à 100%. Il est indispensable que ces pays indiquent dans le moyen et le long terme quelles sont les politiques budgétaires ancrées dans de la réglementation et de la législation qui ne sera pas remise en cause, de nature à ramener le déficit de ces deux pays dans des zones qui permettent de renverser la trajectoire de la dette publique et de la ramener sur une pente descendante.

La question des vieilles dettes est extrêmement épineuse et fort compliquée à résoudre puisqu'on ne va pas mettre l'ensemble des économies avancées en Club de Paris. Il va falloir à l'égard des dettes lourdes, quelle que soit l'opinion que l'on a sur le pourcentage de dette/PIB compatible avec la croissance – on se souvient au cours des derniers mois de la controverse qui a agité le seuil de 90% ou pas – repenser un certain nombre d'éléments.

Au Fonds Monétaire International, nous avons lancé un débat qui a fait l'objet d'un premier papier qui sera suivi d'un certain nombre d'autres relatifs à la façon dont on peut régler ces questions de dettes lourdes et qui toucheront à la fois à des aspects purement économiques et financiers, et à des aspects juridiques. On a évidemment rencontré un certain nombre de difficultés concernant la restructuration de la dette grecque dont une partie est soumise au droit local, une autre au droit étranger, avec l'application des clauses d'actions collectives. On a eu le même type de difficultés avec la restructuration de la dette chypriote. On a aujourd'hui devant les tribunaux de la Cour d'appel de New York une difficulté majeure avec la restructuration

de la dette de l'Argentine face aux efforts qui ont été engagés par ceux des créanciers qui n'ont pas accepté le plan de restructuration et qui risquent de rentrer dans leurs fonds à la différence de ceux qui ont accepté une remise de dette. Ce sont pour certaines des questions nouvelles que l'on doit impérativement intégrer dans la logique d'examen du poids des dettes lourdes et, pour certaines anciennes, des économies avancées.

L'ancrage sur le moyen terme dans des pays comme les États-Unis ou le Japon est impératif, mais nous ne pensons pas que l'ajustement budgétaire soit poussé à son maximum. Ce qu'il s'agit de faire et que l'on a expliqué depuis maintenant un certain nombre de mois, voire d'années, c'est de moduler le rythme de l'ajustement en fonction de la reprise et de garder une optique de long terme tout en s'attaquant à des dépenses sociales et de santé dont le poids, on le sait, ira croissant jusqu'à représenter des proportions extrêmement importantes dans les années qui viennent, notamment aux États-Unis, et là où c'est possible, en particulier là où la fiscalité globale est assez légère – autour de 26 à 30% – en accroissant également le revenu.

Une observation à cet égard dans le cas des États-Unis où la procédure budgétaire actuellement à l'œuvre et qui a pour effet un ajustement budgétaire, nous paraît tout à fait inappropriée. C'est la procédure dite du *sequestrer*. Elle est tout à fait inappropriée parce qu'elle s'attaque de manière aveugle à un certain nombre de dépenses qui sont fondamentales, précisément pour soutenir la croissance moyenne et de long terme. Lorsque, par l'effet du *sequestrer*, les États-Unis amputent des dépenses dans l'éducation et des dépenses dans le domaine des sciences ou dans le domaine de l'infrastructure, cela pèsera sur la croissance potentielle.

Ces compressions, de notre point de vue, devront être réduites, ajustées, modulées par des ancrages de réduction de dépenses qui sont de moyen terme et qui permettront de réduire la croissance extrêmement forte des programmes de soins, de santé ou de retraite qui, en l'absence de réformes, augmenteront mécaniquement de 2 points de PIB dans les dix années qui viennent. C'est cet effort-là qui est fondamental et qui est, évidemment, difficile à produire.

► **Sur le plan monétaire**

Les bilans des banques centrales ont considérablement augmenté dans les économies avancées. Ce sont les effets secondaires de politiques ambitieuses, de politiques «transgressistes» si j'ose dire, qui ont produit un certain nombre d'effets, parfois sans engager un euro – ce qui a été le cas de la politique annoncée par Mario Draghi le 22 juillet de l'année dernière. C'est le cas actuellement, en engageant beaucoup de yens, de la politique de la banque centrale du Japon. Évidemment, ce n'est pas une

politique qui pourra être menée de manière constante puisque les banques centrales arrivent, normalement, en dernière ligne de défense alors qu'elles arrivent aujourd'hui en première ligne et ménagent un espace qui permet, en principe, aux gouvernements de prendre des mesures, soit budgétaires, soit structurelles, pour remédier à la situation.

Il va donc bien falloir qu'à un moment donné un processus de retrait s'engage. De toute évidence, il faudra que cela se fasse en souplesse et sans à-coup, avec un maximum de communication et d'annonce pertinentes. Si on se rappelle les effets d'un minimum d'annonce faite par Ben Bernanke¹, on comprend que la tâche ne sera pas facile. C'est pourtant à ce point que se situe l'intersection entre le court terme et le moyen terme où des annonces qui portent nécessairement sur les mois ou l'année à venir ont des effets de très court terme qui peuvent être amplifiés et devenir redoutables. Nous sommes pourtant convaincus que dès lors qu'elles seraient effectuées de manière attentive et transitive, qu'elles soient communiquées efficacement et qu'elles soient bien orientées sur le long terme, ces annonces peuvent être effectuées – je le redis – à condition d'être visibles et prévisibles.

► Qu'en est-il du secteur financier ?

C'est le deuxième domaine où, de notre point de vue, une perspective à long terme s'impose. La question se pose de façon spécifique. Quand on parlait tout à l'heure des politiques budgétaires et monétaires, il s'agissait de régler, en quelque sorte, les conséquences de la crise, c'est-à-dire le gonflement des bilans d'un certain nombre d'opérateurs et le dégonflement d'un certain nombre d'autres. En matière de crise financière et de régulation du secteur financier, on doit s'attaquer à des phénomènes qui étaient présents avant la crise et qui ont d'ailleurs été de nature à engager cette crise. Je voudrais d'ailleurs citer cette belle phrase de Thomas Jefferson qui dit, en français, que «Le prix de la liberté est la vigilance éternelle.»

On connaît cette espèce de difficulté de dialectique entre le superviseur et le supervisé et l'on sait là aussi que cette «vigilance éternelle» est indispensable pour permettre à un secteur, qui a largement tendance à innover et à passer sur les côtés si c'est nécessaire, d'être réglementé par tous les moyens. Clairement, tous les banquiers centraux et les régulateurs, notamment au sein du Comité de Bâle, ont fait le choix de réglementer par l'augmentation très forte des fonds propres par des ratios de liquidité qui n'étaient pas exigés avant la crise.

1. Allusion au discours du 19 juin 2012 de Ben Bernanke qui prévoyait avec le maximum de précautions oratoires, que la FED cesserait progressivement d'injecter des liquidités dans l'économie américaine. Son annonce avait provoqué une certaine panique sur les marchés boursiers.

Pour que tout cela se poursuive, il faut évidemment que les progrès continuent. Ce qui a été réalisé au Comité de Bâle et ce qui vient d'être mis en œuvre par les États-Unis, par le Japon – premier à cet égard – et que les Européens sont en train de perfectionner avec l'ensemble du mécanisme des directives nécessaires à tous, tend à montrer que cette vigilance éternelle est à l'œuvre. De ce point de vue, il y a toute une série de secteurs ou de questions qui sont hors régulation et qui devraient être concernés. Un certain nombre de régulateurs s'en préoccupent. Il s'agit des produits dérivés ou du *shadow banking* qu'il faut impérativement faire entrer dans des mécanismes de régulation ou de responsabilisation donnant lieu à la prise en charge des passifs quand ils se produisent.

► **Le juridique et le financier**

Le dernier sujet qui en la matière me paraît fondamental se trouve aussi à l'intersection des questions financières et des questions d'ordre juridique, c'est l'invention d'un mécanisme dit «de résolution» ou de restructuration susceptible de s'appliquer notamment aux établissements transnationaux et qui, aujourd'hui, n'existe pas de manière concrète. Cet état de fait pèse sur les contribuables de l'ensemble des économies, avancées en particulier, et constitue une espèce d'épée de Damoclès pour le contribuable qui, finalement, doit mettre la main à la poche pour renflouer des établissements trop larges, trop grands, trop lourds, trop transnationaux pour être restructurés en l'absence d'un mécanisme de régulation. Ce mécanisme de résolution est encore absent, il commence à se dessiner, mais il n'est pas encore – loin s'en faut – harmonisé entre les États-Unis et l'Europe.

► **Réorienter les politiques économiques de long terme**

Ce dernier point est ma troisième perspective à plus longue échéance : la nécessité de réorienter les politiques économiques pour mieux traiter les questions primordiales de croissance, d'emploi et d'équité. Au départ, il y a la crise et la question est aujourd'hui de savoir comment revenir à une croissance – le G20 l'a dit à l'envi – solide, durable et inclusive. Cet impératif s'explique aussi par des tendances de fond et pas seulement par la crise que nous venons de vivre au cours des six dernières années. Parmi ces tendances de fond, la globalisation, des progrès technologiques rapides et surtout, d'énormes changements démographiques.

Aujourd'hui, cette question de la création de l'emploi concerne plus de 200 millions de chômeurs dans le monde. Dans certains pays le chômage atteint des taux considérables – 7,6% aux États-Unis, plus de 12% dans la zone euro – et, au sein de la zone euro, des pays sont victimes d'un chômage redoutable comme l'Espagne, la Grèce et un certain nombre d'autres. Chez les jeunes, on peut être assuré de doubler la moyenne nationale.

Quelle est la réponse ? La réponse, en matière de création d'emplois, est évidemment la croissance qui est la meilleure pourvoyeuse d'emplois. Pour ce faire, il faut arriver à un bon équilibre et à un bon dosage entre les politiques d'offre et les politiques de demande. De manière plus précise, il nous semble au sein du FMI que beaucoup de pays doivent s'engager, pas seulement l'Allemagne, dans des réformes structurelles permettant de libérer de la productivité – il existe des gisements de cette nature – et de s'efforcer d'éliminer les rentes. Nous avons eu des exemples assez frappants dont un que je citerai car il est particulièrement illustratif : lorsqu'on a mis en œuvre le premier programme relatif à la Grèce, on a demandé qu'un certain nombre de réformes de structure soient mises en œuvre. On a notamment demandé que des rentes soient éliminées entre autres que la mise en vente des produits d'alimentation pour bébés soit en libre circulation et non pas réservée aux officines de pharmacies. La mesure a finalement été mise en œuvre au terme d'un lobbying acharné et le prix des petits pots pour bébés a baissé immédiatement de 30%. Les officines de pharmacie se sont reprises rapidement et ont récupéré la mise en vente des petits pots pour bébés ; les prix ont augmenté mécaniquement de 30% ans la foulée. Il y a ainsi toute une série de petites rentes qui existent dans de nombreuses économies.

Il faut donc libérer la productivité là où les gisements existent, éliminer les rentes, encourager les initiatives créatrices de valeur. Il nous semble aussi que des politiques actives de marché du travail sont indispensables, axées sur des programmes d'éducation, de formation, de formation professionnelle, d'ajustement entre l'offre et la demande d'emplois qualifiés pour aider tout simplement à retrouver l'emploi.

Enfin, il y a un point qui m'est cher personnellement et sur lequel les équipes du FMI ont travaillé avec succès : il faut absolument redoubler d'efforts pour doper l'emploi des femmes. Ce n'est pas forcément le problème majeur en France, mais dans un certain nombre de pays et notamment d'économies avancées – je pense en particulier au Japon – il faut faire des progrès. Pour cela, on peut tout simplement mettre fin à la discrimination fiscale dont souffrent les deuxièmes revenus, renforcer les prestations des congés parentaux, améliorer les modes de garde des enfants et les rendre plus abordables.

Ces mesures peuvent fondamentalement soutenir des économies de façon durable. Le Fonds Monétaire International a fait une étude récemment dont il ressort qu'augmenter le taux de participation des femmes sur le marché du travail au Japon en particulier et au niveau des pays d'Europe du Nord ferait faire un bond de 8% du PIB par habitant en quelques années. De ce point de vue je dois dire que les mesures récentes qui ont été annoncées par le premier Ministre Abe pour le Japon en la matière me paraissent aller dans le bon sens.

21. Rendre à la politique des perspectives de long terme

Enfin, au-delà de la croissance et de l'emploi, les politiques doivent aussi être orientées vers une économie plus équitable, plus inclusive. À nouveau les recherches au sein du FMI et dans d'autres institutions indiquent qu'une répartition plus équilibrée du revenu aboutit à une croissance plus soutenue ainsi qu'à une plus grande stabilité économique.

Comment faire ? Il y a un certain nombre de méthodes bien connues qui doivent être appliquées en fonction des circonstances du pays. Parmi celles-ci :

- les dépenses d'investissement dans l'éducation ;
- la formation ;
- la protection des services sociaux de base ;
- la création d'une fiscalité progressive ;
- la lutte contre l'évasion et la fraude fiscale.

Ce sont là les questions qui importent le plus pour les populations et qui devraient être celles qui importent aussi le plus pour ceux qui les gouvernent.

Permettez-moi à ce stade de citer mon ami Jean-Claude Juncker. « Nous savons tous ce qu'il faut faire pour préparer l'avenir, mais nous ne savons pas comment nous faire réélire une fois que nous l'aurons fait. »

Pour conclure en anglais *Just get cracking and do it!*

We're in a mess

Adair Turner

Former Chairman of the Financial Services Authority

The theme for our session is the balance between short-term policy imperatives and a focus on long-term priorities. That is clearly –as Patrick Artus has suggested, a particularly severe problem today, when we are very aware that apparently necessary short-term measures might impose long-term harm.

But I would like to suggest that:

- the problem is still more fundamental ;
- free market financial systems, and in particular credit creation systems, if left to themselves, have a systematic tendency to favour short-term and potentially unstable activities over those which meet long-term investment and innovation requirements;
- that tendency was fundamental to how we got into our current mess;
- both constructing a better financial system for the future and getting out of the current macro recession will require more radical and unconventional policy measures than yet implemented or even openly considered.

We're in a mess. The developed world economies are on a path to suffer an entire decade of no growth in living standards –perhaps longer still. Unemployment is dangerously high and still growing, particularly among the young. Even in the US, which is recovering better from the post-crisis recession, growth is anaemic, long-term unemployment is a serious problem, and inequality is increasing as large parts of the US workforce face static or declining real wages.

How did we get into this mess? Essentially because we allowed the financial system to create too much debt. In some countries –Greece and Italy– too much public debt was the key problem. In many others however –Spain, Ireland, the U.S., and UK for instance– the problem was too much

private debt. Good theory shows that increased debt levels make economies more vulnerable to instability –overshoots and irrational exuberance in debt markets matter far more than in equity markets. And empirical analysis by, for instance, Cecchetti and Kharroubi, and by Taylor and Schularick, increasingly suggests that private debt levels beyond some level tend to be bad for economic growth. The fundamental problem is that free market financial systems have an inherent tendency to expand credit supply and thus aggregate leverage far beyond the socially optimal level.

They also create too much of the wrong type of debt. Stories about the beneficial role, which banks play within an economy almost always describe how our banks intermediate household savings into loans to businesses which invest in real projects. Most modern macroeconomic models omit the financial system almost entirely: but to the extent they do include it, banks take savings and fund investment projects .

But as a description of modern real world banking systems this is just wrong. Only a very small proportion of what banks do, is well described as intermediating household savings into investment projects. In the UK the banking system estimate that accounts for perhaps around 15% of the total balance sheet.

Instead what banks mainly do is to fund activities which do not involve new investment: they make mortgage loans to households to buy, primarily, existing housing assets: they provide unsecured consumer credit, enabling impatient consumers to bring forward future consumption: they lend money to private equity firms to increase in leverage against already existing business assets, and they lend money to investors taking positions in already existing commercial real estate.

The empirical facts differ by country –but on average across the developed world, most credit creation is about encouraging consumption and about leveraged asset plays, and a small minority funds new investment projects.

And there is nothing which ensures that a free financial system will ensure an optimal mix of these different categories of credit: indeed the insights of Hyman Minsky and others make it clear that the free market result is bound to be a severely sub-optimal one, creating too much credit in the upswing and harmfully destroying credit in the downswing.

A free-market credit creation process, whether driven by banks or shadow banks, is thus inherently biased towards the short-term: and it is an inherent driver of instability. And it's that reality which drove us into the mess of the financial crisis and the post-crisis recession in which we still find ourselves.

That crisis has left us with too much debt - private and increasingly also public. It also leaves us with a huge paradox, a fundamental asymmetry in public policy, the reality that:

- yes we got into this crisis as result of too much debt;
- but if we try to get out of it simply by paying down debt, by deleveraging, we will drive economies into deep recessions and make it still more difficult to achieve either recovery or indeed long-term deleveraging.

► **The problem is as follows**

With a debt overhang –a level of debt, which the private sector now believes is excessive– the private sector attempts to deleverage. As a result economies move into recession and public finances move into deficit. That is natural and indeed provides a useful demand offset to private sector financial surpluses. Without the public deficits we are now running, the recession would be far worse.

But those deficits inevitably mean that public debt stock levels increase –across the developed world– to potentially unsustainable levels.

► **What to do?**

The concern is that all available policies seem to be either subject to diminishing effectiveness or carry harmful side effects.

- We have reduced interest rates to the zero lower bound and in some countries are deploying quantitative easing (QE), but there is a risk that those policies will not adequately stimulate the real economy but will produce the dangers to which Patrick Artus referred –asset bubbles, harmful financial innovation, increased levels of leverage, a return to the very thing which got us into a mess in the first place.

- A danger that policies like the UK's government's subsidies for housing markets will give a temporary boost to the economy, but reinforce the bias towards consumption and against investment, which has imbalanced the UK's economy for many years.

- But also an apparent danger that if we now relaxed fiscal consolidation in order more directly to stimulate demand, we would drive public debt to GDP to unsustainable levels.

It seems that we might be entirely out of ammunition. With all tools constrained or potentially harmful. But I believe that is a wrong analysis. And an unacceptably defeatist response to the slow growth and rising unemployment to which our past policy errors have condemned our societies.

► **There are policy levers available, but they are radical**

I believe we can and should:

- radically reform our financial sector, to create banks far less leveraged than existed pre crisis, with capital ratios something like the 25% proposed by Anat Admati and Martin Hellwig. That would both greatly decrease

21. *Rendre à la politique des perspectives de long terme*

the danger of future financial instability and, alongside other policy tools, constrain harmful leverage within the real economy;

- achieve these much higher capital ratios without dangerously rapid deleveraging by, necessary, using central bank created money to finance the recapitalisation;

- constrain some categories of credit creation not only by much higher bank capital ratios but also by direct borrowing constraints on individuals and firms with loan to income constraints on residential mortgages and commercial real estate, and taxation constraints on the ability of private equity to create private profit simply by leveraging up against existing assets;

- recognise that in the long-term we may also need special categories of institution –long-term Investment Banks– to ensure adequate long-term investment in infrastructure and innovation. That may imply a potential role for a sponsoring state which goes beyond that allowed by the dominant neo liberal consensus.

In sum therefore I believe that it is possible both:

- to create a future financial system which can meet society's long term needs better than in the past;

- to better navigate our recovery from the post-crisis problems created by past policy mistakes.

But that both will require far more radical policies than have so far been implemented or even debated.

L'entreprise et le long terme

Pierre-André de Chalendar

Saint-Gobain

La question posée dans cette session est très macroéconomique et je voudrais l'aborder sous l'angle particulier – qui est celui avec lequel je me sens le plus à l'aise - de la microéconomie. Je crois que les relations entre les deux sont un sujet sur lequel le FMI a beaucoup travaillé depuis un moment. Comment, dirigeant d'un groupe mondialisé, voit-on les arbitrages court terme/long terme ?

Tout d'abord, pourquoi le long terme est-il important dans une entreprise ? Pour un industriel, les décisions les plus importantes que l'on a à prendre sont des décisions d'investissement et c'est à l'aune de l'investissement qu'il faut apprécier l'horizon de temps, de la décision de l'investissement à sa rentabilité finale pour l'entreprise, les clients et les actionnaires. Entre le moment où l'on commence à l'envisager et le moment où est mis en œuvre un projet de nouvelle usine, il s'écoule en général au moins un an pour l'analyse et deux ans pour la conception et la réalisation. Les premiers résultats positifs sont enregistrés entre un et trois ans plus tard, un peu moins si tout va bien. Mais, la véritable rentabilité d'un projet est de dix à quinze ans pour les usines comme celles de de Saint-Gobain. Bien sûr, tous les métiers n'ont pas la même intensité capitalistique et l'on voit bien que ce sont les métiers les plus intensifs en capital qui nécessitent la meilleure perspective à moyen terme.

Je retiens donc un horizon de dix ans. Quand on est au-delà, on retrouve le domaine de la puissance publique qui est absolument fondamental et doit jouer un rôle sur le très long terme, qu'il s'agisse des infrastructures ou de la politique énergétique.

Pour décider à 10 ans, on a besoin du moins d'incertitudes possibles et il y en a de plus en plus. Pour un industriel, la crise des dernières années a considérablement accru les incertitudes, et rend les décisions d'investissement, en particulier dans les métiers capitalistes, de plus en plus difficiles. Cela fait dérailler beaucoup de projets, surtout dans les pays développés. C'est moins le cas dans les pays émergents où la croissance est plus forte et où les industriels bénéficient souvent d'avantages comparatifs dans l'accès à un coût du capital meilleur que la moyenne.

J'évoquerai ensuite la manière dont on concilie dans l'entreprise le court terme et le long terme. Il y a là quelque chose d'assez simple, mais que je crois fondamental : pour une entreprise, le long terme est toujours une succession de courts termes. Si l'on n'a pas cela en tête, on peut mourir assez facilement avant d'avoir réussi. Je crois que c'est une différence irréconciliable entre la microéconomie et la macroéconomie et entre les entreprises et les États. En effet, les entreprises sont souvent mortelles. Il n'y en a d'ailleurs pas beaucoup qui durent 350 ans.

Une entreprise ne peut pas accumuler les pertes comme les États accumulent les déficits et, de ce point de vue-là, la différence de vocabulaire est significative puisque dans une entreprise on parle de pertes et qu'en macroéconomie on parle de déficit. Dans une entreprise, quand il y a la crise, le premier impératif, c'est la survie. Quand les vents de court terme sont contraires, il faut s'adapter vite et fort tout en préservant l'essentiel.

De ce point de vue-là, il faut essayer d'utiliser à bon escient cet indicateur, comme les sondages en politique, qu'est le cours de bourse. J'ai le sentiment que, face à ces contraintes, les entreprises prennent en général des mesures d'ajustement beaucoup plus fortes que ne le font les États tout en gardant un cap stratégique souvent plus clair. Elles maintiennent par exemple leurs efforts de R&D alors que les organisations et les frais de structure sont revus sans ménagement.

Il s'agit ensuite de savoir si l'on peut tirer les enseignements de la microéconomie pour la macroéconomie. Que faire au niveau de la politique économique pour que les entreprises investissent ? Ceci est fondamental en Europe et en particulier dans notre pays. C'est peut-être un peu présomptueux de donner des conseils, mais dans un groupe mondialisé, on voit ce que font les gouvernements autour de la planète et on peut donc en tirer des enseignements.

► **Deux priorités**

Pour moi, deux priorités se dessinent : il faut avoir une vision claire et il faut être pragmatique. Tout d'abord, il faut avoir une vision claire, avoir une stratégie et l'afficher. C'est à mon avis l'une des meilleures manières de réconcilier le long terme et le court terme : donner un cap. D'ailleurs, je

remarque que, récemment, les banquiers centraux l'ont de mieux en mieux compris et ils inscrivent de plus en plus leurs décisions de court terme dans une perspective. Pour une entreprise, c'est le point de départ. Chez Saint-Gobain, nous avons fait un constat de la croissance à moyen terme sur les marchés de l'habitat au-delà des cycles, à la fois dans les pays émergents et développés, et c'est à partir de là que nous avons conçu notre vision. Je crois qu'il doit en être de même pour les pays et les grandes institutions internationales : avoir une vision claire, une vision porteuse et qui entraîne.

Ensuite, il faut être pragmatique. Cela peut paraître banal. Je ne suis pas un spécialiste de macroéconomie, mais je crois que le bon sens n'est pas toujours, partout, la qualité la plus partagée. Le pragmatisme n'est pas la qualité la plus immédiatement perceptible en France, en tout cas vu de l'étranger, dans les différents pays dans lesquels nous travaillons. Cela veut dire, pour la politique économique, accepter une réalité simple : ce sont les entreprises qui font la croissance et font l'emploi à moyen terme à travers l'investissement. Il faut les mettre au cœur de la politique économique, non pas toujours les aider, d'abord essayer de ne pas les entraver.

Certains facteurs ne sont pas dans les mains des responsables d'un pays – l'environnement financier international, les taux d'intérêt, les taux de change et d'autres – mais il y a beaucoup d'autres facteurs sur lesquels des marges de manœuvre existent et j'ai envie de dire que la première priorité est d'éviter de perturber, ne pas changer tout le temps, essayer de réduire les incertitudes du cadre fiscal, les obstacles juridiques, réglementaires et sociaux de toute sorte. En France, en caricaturant – je m'excuse de le faire, mais je suis sûr que le ministre de l'Économie² nous redonnera un cap de long terme – on a un peu l'impression depuis un an que l'on est passé du déni au zigzag. Cela s'est traduit par d'importants progrès – je crois qu'il faut les souligner –, mais il y a encore beaucoup à faire.

Vision à long terme et pragmatisme sont pour moi les deux éléments fondateurs de toute politique économique. Sans eux on risque d'ajouter la défiance à l'incertitude.

2. Voir pages suivantes le débat avec Elsa Fornero, Pierre Moscovici et Jean-Claude Trichet.

About Abenomics

Motoshige Itoh

Tokyo University

Our discussion here reminds me of the very famous words at the beginning of Tolstoy's *Anna Karenina*, "Happy families are all alike, but every unhappy family is unhappy in its own way." It is very important to understand the different features of individual countries in order to give us a broader understanding of what is going on.

Regarding the case of Japan, although we have a huge amount of public debt, if you look at household, corporate or financial debt, we are in very good shape, so the issue is very different. The reason our private sector debt is in very good shape is that we had long, difficult years of adjustment. The other difference is that, while the crisis in Europe is very urgent, the crisis in Japan was very calm and peaceful. That is a problem, because we had a very stagnant economy for many years, so deflation started and debt accumulated, but the interest rate on government bonds was very low. This is deflation, and it is impossible to think about long-term prosperity without stopping deflation. This is the starting-point of Abenomics.

► **What is the difficulty behind deflation?**

People were preparing for their future, so the household sector accumulated savings and the financial sector could not find anywhere to lend money, so they just bought government bonds. Therefore, what we needed was unconventional market forces to wipe away deflation, and Abenomics was very successful in that respect. You probably saw a very dramatic jump in stock prices, regardless of some turbulence, so that we are about 50% higher than where we started, and the very expensive Yen was corrected. It is not a weakening of the Yen; it is just a correction of its very high value to normal levels.

► **What is the next step?**

Regarding the good shape of the private debt situation, one of the most important reasons for the growth strategy was our ability to mobilize savings. People usually talk about growth strategies in terms of more long-term supply side issues, but demand side is equally important in Japan. Therefore, if there is a bright future for the reforms, the behavior of the private sector should change.

Let me also talk about public debt issues. Once deflation stopped and there was a nominal growth rate, this helped the government a lot because tax revenues started increasing. The government already has a plan to raise the consumption tax rate from 5% to 10% in the next two years, so this kind of dramatic measure to adjust the fiscal conditions cannot be introduced without stopping deflation. Therefore, short-term and long term duration is very different between countries; of course, the gender gap issue is very important, and is one of our priorities.

Therefore, once we have more room to implement policies because we have stopped deflation, we can think about more dramatic measures in the long term. Abenomics is still working very well, and I hope it can provide more results in the future.

