

## Stanley FISCHER

Gouverneur

Banque d'Israël

Productivité, compétitivité et globalisation étaient les thèmes à l'ordre du jour de cette excellente conférence mais nous nous sommes en réalité concentrés principalement sur deux sujets : d'une part la productivité, thème de la première session qui a débuté avec l'intervention de Bart van Ark, et, d'autre part, les déséquilibres mondiaux. Le thème de la mondialisation a également été abordé, dans la mesure où les participants ont tous reconnu que le monde dans lequel nous vivons était, qu'on le veuille ou non, celui de la mondialisation. À cet égard, les différents intervenants se sont notamment efforcés de comprendre les conséquences de l'essor économique de la Chine, de l'Inde et d'autres économies de marché émergentes.

J'aborderai en premier lieu les leçons tirées de la croissance de la productivité, avant d'examiner plus en détail la question de la résorption des déséquilibres.

Dans son excellente intervention consacrée à la croissance de la productivité, Bart van Ark nous a exposé les principaux faits, en examinant de plus près la période postérieure à l'année 1995, marquée par une productivité en très forte progression aux États-Unis par rapport aux autres pays, et tout particulièrement par rapport à l'Europe. Cette évolution a concerné non seulement les technologies de l'information et de la communication (TIC) mais s'est étendue à l'ensemble des secteurs. Cependant, depuis le début de ce millénaire, seul le secteur des TIC a enregistré une hausse de la productivité en Europe. Certains participants ont attribué cette évolution à des facteurs conjoncturels mais ce serait oublier que, durant la dernière récession survenue aux États-Unis et contrairement aux précédentes récessions, la croissance de la productivité s'est poursuivie à un rythme très élevé. Les effets conjoncturels ne suffisent donc pas à expliquer, à eux seuls, le fléchissement relatif de la productivité européenne.

Bart van Ark a insisté sur le fait que l'utilisation productive des TIC était la clé des gains de productivité dans les pays industrialisés. Il a également souligné que l'Europe faisait figure d'exception dans ce processus et que la croissance de la productivité s'était récemment renforcée dans les deux économies émergentes sur lesquelles il a porté son attention, à

savoir la Chine et l'Inde. C'est donc l'Europe qui est à la traîne.

Les causes de ce retard sont imputées d'emblée à des obstacles d'ordre structurel et cette explication nous paraît convaincante, en partie parce que nous n'en avons guère de meilleure. Il apparaît également que les gains de productivité enregistrés aux États-Unis ont concerné essentiellement cinq secteurs dont aucun, à mon avis, n'aurait été recensé en 1990 comme un des secteurs susceptibles de connaître une accélération de la productivité ou d'être particulièrement décisif pour la croissance économique. Vous auriez à l'époque été surpris d'apprendre que la chaîne de distribution WalMart deviendrait un jour un des principaux facteurs de la croissance de la productivité aux États-Unis.

Quelles conclusions tirer de ces constats du point de vue des politiques à mettre en œuvre ? Un point extrêmement important concerne la nécessité d'insister sur la qualité de la main-d'œuvre (essentiellement en termes d'éducation et de formation) comme principale source de la croissance de la productivité. Ceci nous renvoie à l'intéressant exemple de l'État de New York évoqué par Christine Cumming, qui a fait observer que la restructuration d'une grande entreprise, comme IBM dans le cas présent, offre de vastes possibilités en termes de renouveau et de progrès technologique au sein d'une économie flexible : des personnes hautement qualifiées souhaiteront et devront inévitablement trouver de nouveaux débouchés. Cet exemple souligne la nécessité de disposer d'un modèle économique flexible, ce qui nous ramène à la question des réformes structurelles en Europe. Bart van Ark a également mis l'accent sur le besoin d'encourager l'innovation et sur les difficultés à cibler certains secteurs lors de ce processus. Cela signifie que de telles initiatives doivent reposer sur la mise en place d'une structure institutionnelle appropriée et d'incitations adéquates, notamment par le biais de la fiscalité.

Il m'a semblé également très significatif, au regard du thème de la « globalisation » qui figure dans l'intitulé de cette conférence, que la croissance de la productivité en Chine et en Inde soit nettement plus élevée que dans les pays plus développés. Selon Paul Krugman et Alwyn Young, durant la période

qui a précédé la crise asiatique, la croissance de la productivité était inexistante dans certaines économies asiatiques qui étaient, selon leur opinion, clairement en situation de surinvestissement. Selon les données présentées par Bart van Ark, ce n'est plus le cas aujourd'hui en Chine et en Inde. Je pensais toutefois que cela s'appliquait à la Chine où, d'après les données disponibles, l'investissement représente près de 50 % du PIB. Il est très difficile de croire que ce niveau puisse être atteint de manière efficiente, ce qui m'amène à m'interroger sur la pertinence des chiffres démontrant une croissance très soutenue de la productivité en Chine.

Je souhaiterais évoquer encore une fois le cas de l'Europe avant de passer à un autre sujet. Il y a dix ans, nous déplorions tous que le Japon ne prenne aucune mesure pour résorber ses déséquilibres structurels. Aujourd'hui, brusquement, nous constatons en fait que le Japon a fortement progressé sur ce terrain. Le système bancaire est désormais en bien meilleure santé et de nombreuses entreprises ont également fait l'objet de restructurations. Je pense qu'il en ira de même dans quelques années pour l'Europe, où des réformes sont *effectivement* mises en œuvre, bien que trop lentement par rapport à ce qui serait souhaité. Il n'est pas non plus garanti que cette période de dix années, peut-être quinze, marquées par une croissance plus rapide de la productivité aux États-Unis, se poursuive car il ne s'agit pas d'une constante de physique ; c'est une question d'incitations, de formation, de transmission internationale des connaissances, tous éléments susceptibles d'évoluer et qui d'ailleurs évolueront certainement.

Concernant la productivité, nous avons également évoqué son lien potentiel avec les déséquilibres mondiaux. Nous avons notamment examiné le point de vue selon lequel ces déséquilibres pourraient résulter de l'attrait que présente l'économie américaine pour les investisseurs. Aucun des intervenants ici présents n'a trouvé cet argument convaincant. Je ne suis pas aussi catégorique qu'eux, dans la mesure où l'analyse s'appuie sur des taux de rendement constatés une fois les entrées de capitaux aux États-Unis enregistrées. Pour savoir si les écarts de taux de rendement attendus ont eu une incidence, il faudrait en fait s'intéresser aux taux de rendement relatifs *ex ante*. Il me semble tout à fait possible que, durant une certaine période, les capitaux se soient orientés vers les États-Unis parce que les taux de rendement attendus y étaient plus élevés que dans le reste du monde et que ces

flux se soient poursuivis à un rythme suffisamment soutenu et durable pour que les taux de rendement attendus dans les autres pays égalisent ceux des États-Unis et finissent même par les dépasser. Dans tous les cas, personne n'a pensé qu'il pouvait s'agir là de la principale raison expliquant le déficit américain ni du seul problème majeur à traiter.

Ce qui nous amène à la deuxième question importante à l'ordre du jour de cette conférence, à savoir celle des déséquilibres mondiaux, qui est une façon élégante d'évoquer le déficit courant des États-Unis. Ils existent et leur niveau n'est pas soutenable. Pour quelle raison ? Comme l'a expliqué Kristin Forbes, un examen de la dynamique de la dette externe américaine en points de PIB montre un creusement de plus en plus important de celle-ci. Cette situation ne peut perdurer et, d'après la loi de Stein, elle est par conséquent appelée à changer un jour. Nous ne savons simplement pas quand et, jusqu'à présent, nous n'avons cessé d'être surpris par la poursuite de la détérioration du solde courant.

Au cours des débats concernant les déséquilibres, il a été rappelé que le compte de transactions courantes et le compte financier étaient le reflet l'un de l'autre, aux avoirs de réserve près. Cependant, il est très difficile de garder simultanément à l'esprit l'ensemble des variables d'un modèle d'équilibre général, de sorte que chacun tend à mettre l'accent sur celles qui lui semblent les plus importantes. Une façon d'aborder le problème consiste à se demander quel serait le rééquilibrage idéal. Aux États-Unis, il faudrait que l'épargne augmente par rapport à l'investissement, processus qui entraînerait probablement la diminution d'un des facteurs de la demande interne, à savoir l'investissement ou la consommation, ou même des deux à la fois. En l'absence d'une nouvelle expansion budgétaire, seule une hausse des exportations nettes équivalente à la baisse de la demande intérieure permettrait de maintenir le niveau de la demande globale aux États-Unis. Ceci suppose donc que le reste du monde puisse absorber ces exportations nettes. Ce processus s'effectuerait en partie par le biais de modifications des taux de change, ce qui impliquerait un affaiblissement du dollar. Pour que la demande mondiale demeure inchangée, il faudrait alors une augmentation de la demande intérieure dans le reste du monde.

Ce scénario correspond largement mais pas totalement aux solutions préconisées par de nombreux

intervenants ainsi que dans les communiqués officiels qui suivent les réunions du FMI et du G 8, à savoir la diminution du déficit budgétaire et l'augmentation de l'épargne privée aux États-Unis, la poursuite et l'intensification des réformes structurelles en Europe et au Japon et enfin, l'appréciation des monnaies asiatiques conjuguée à un effort d'accroissement de la demande locale. L'un des inconvénients de cette combinaison réside dans la possibilité que les réformes structurelles, tout en contribuant à accélérer la croissance, agissent davantage sur l'offre globale que sur la demande globale.

Dans tous les cas, ces changements ne peuvent intervenir sans modifications des prix de marché et sans la mise en œuvre de stratégies compatibles avec l'objectif requis de rééquilibrage de la demande. Il est notamment de plus en plus courant de préconiser une hausse de l'investissement dans les pays d'Asie du Sud-est, où celui-ci n'a toujours pas retrouvé son niveau antérieur à 1997. Les taux d'investissement étaient alors extrêmement élevés dans ces pays et tout indiquait que la productivité marginale des investissements y était très faible. Il est fort possible que la situation actuelle soit préférable. S'agissant de la Chine, il semble difficile de croire qu'un pays puisse investir son PIB à hauteur de 50 %, ou même 45 %, de manière efficiente et durable. Les efforts de rééquilibrage au profit de la demande intérieure dans ce pays devraient donc porter sur l'augmentation de la consommation, ce que les autorités chinoises savent d'ailleurs parfaitement.

Outre le cas de l'Asie, les participants à la conférence ont souligné le fait que les excédents enregistrés par les pays producteurs de pétrole contribuaient pour une part très importante aux déséquilibres actuels. Cependant, ils ont également mis l'accent sur le fait que tous les pays étaient déterminés à éviter de reproduire les erreurs du passé et que les pays producteurs de pétrole ne souhaitaient donc pas s'engager dans une augmentation insoutenable de leurs dépenses. Il faut en effet toujours être prudent lorsque l'on s'efforce de convaincre autrui d'agir contre son gré, nous y reviendrons dans un instant lorsque nous aborderons le sujet de la coordination internationale des politiques économiques.

C'est le discours que nous tenons depuis de nombreuses années. La question est de savoir pourquoi ces ajustements, s'ils sont nécessaires, n'ont pas eu lieu. Pourquoi les marchés n'ont-ils pas

procédé à l'ajustement des taux de change ? Une partie de la réponse est que les marchés ont procédé à un ajustement majeur, que nous ne remarquons presque plus maintenant. L'euro s'inscrivait à 0,80 dollar il y a quatre ans, il se situe aujourd'hui à 1,20 dollar, après avoir dépassé 1,30 dollar. Lorsque les taux de change pouvaient varier, les mouvements sur les marchés ont donc été importants. Le dollar canadien s'est raffermi, tout comme le dollar australien, les monnaies sud-américaines, le rand sud-africain ou les monnaies d'Europe de l'Est. Les cours de nombreuses devises dont le taux de change n'est pas fixe ont également varié. Les marchés ont tenté de pousser le renminbi à la hausse et, pendant un temps, ils ont fait de même pour le yen. Les marchés ont donc réalisé les ajustements nécessaires lorsque cela leur était possible, et dans les autres cas, il y a eu accumulation massive de réserves de change, en Asie et dans les pays producteurs de pétrole notamment.

Dans le cadre de notre réflexion sur les déséquilibres mondiaux, il me semble pertinent de noter que l'ajustement euro/dollar n'a pas été particulièrement déstabilisateur. Ces mouvements importants des taux de change ne se sont pas accompagnés de crise financière. Certes, l'appréciation de l'euro n'a pas été un facteur favorable à la croissance européenne, mais notre tendance à négliger une telle variation du taux de change le plus important du système financier international est révélatrice.

Quand les marchés réagiront-ils de nouveau ? Il est très difficile de le savoir car les principaux taux de change sur lesquels peuvent porter les ajustements sont l'euro/dollar et le yen/dollar. Nous sommes donc en partie revenus à une situation où la question principale est de savoir quand les acteurs intervenant sur les marchés des changes permettront un nouvel ajustement.

En ce qui concerne les politiques économiques, nous devons nous demander pourquoi les pays n'ont pas pris les mesures nécessaires. Comme nous l'avons constaté à plusieurs reprises lors de cette conférence ainsi qu'en d'autres occasions, cela est politiquement difficile. Aux États-Unis, l'alourdissement de la fiscalité va à l'encontre des choix budgétaires du gouvernement et crée des risques de récession. En Europe, les réformes structurelles sont douloureuses mais elles ont lieu dans une certaine mesure. En Asie, la situation actuelle est plutôt confortable. Il s'agit là du point le plus pertinent

de la thèse développée par Dooley, Garber et Folkerts-Landau, selon laquelle le monde a réinventé le système de Bretton Woods. Je ne pense pas que leur théorie soit juste car la poursuite de l'accumulation de réserves au rythme actuel n'est pas viable. Il n'en demeure pas moins que cette situation ne semble pas particulièrement inconfortable pour les responsables de politique économique.

D'où l'espoir d'une action coordonnée. Les responsables de politique économique déclarent, sauf peut-être en Asie, trouver la situation actuelle problématique, ce qui devrait peut-être les inciter à prendre les mesures nécessaires. Il y a bien sûr une dimension rhétorique importante dans ces discours. Les principaux efforts incombent à l'Asie et aux États-Unis, mais l'Europe a aussi un rôle à jouer car l'euro se raffermira sans doute au cours de ce processus, ce qui rendrait alors un accroissement de la demande intérieure en Europe nécessaire.

Pour savoir s'il y aura une coordination des politiques économiques, on peut évoquer deux épisodes du passé. Tout d'abord, le sommet de Bonn en 1978 qui, à l'époque, était cité comme le premier exemple remarquable de coordination internationale. Deux ans après, l'Allemagne s'est jurée de ne plus jamais s'engager à prendre des mesures allant à l'encontre de sa volonté et de son intérêt propre. Ensuite, sont intervenus les accords du Louvre et du Plaza qui ont semblé relativement fructueux du point de vue de la coordination des politiques économiques, mais il est fort possible que le Japon regrette amèrement cet épisode.

En matière de coordination, la situation actuelle est un peu plus satisfaisante que dans les cas précités où il était demandé à certains pays de prendre des mesures qui ne répondaient manifestement pas à leurs intérêts. Dans le cas présent, il est à mon avis favorable pour la Chine de laisser sa monnaie s'apprécier, mais peut-être ne s'en rend-elle pas compte. S'agissant des États-Unis, je pense qu'aucun économiste sérieux ne conteste la nécessité de ces ajustements. En ce qui concerne l'Europe, aucun des responsables ne doute de la nécessité des réformes structurelles, il leur est simplement difficile de les mettre en œuvre. Ainsi, en dépit des meilleures conditions qui l'entourent actuellement, la coordination des politiques économiques n'aura sans doute pas lieu.

Il existe deux points de vue quant à l'évolution possible de la situation. L'un, optimiste, part du principe que les marchés de capitaux sont beaucoup plus sophistiqués qu'ils ne l'étaient auparavant, beaucoup plus flexibles et mieux à même de gérer les risques. De fait, l'ajustement euro/dollar s'est effectué sans heurt majeur, les économies américaine, d'Asie de l'Est et d'Asie du Sud-Est sont toutes beaucoup plus flexibles qu'avant. L'ajustement du dollar peut donc débiter sur les marchés de change. Les taux d'intérêt à long terme et le marché boursier américains seront affectés négativement mais l'impact sera limité par la compréhension des marchés du processus en cours. Parallèlement, les prix d'actifs augmenteront dans les pays actuellement excédentaires, à mesure des cessions d'actifs libellés en dollars, ce qui renforcera la demande globale. Compte tenu de l'incidence déflationniste de l'appréciation du taux de change, les banques centrales pourraient par ailleurs abaisser les taux d'intérêt dans ces pays. Ce scénario pourrait se produire mais il est assez peu probable.

L'autre point de vue, pessimiste celui-là, est fort bien représenté par tous ceux qui redoutent un ajustement brutal : le processus débutera par une forte variation du dollar qui poussera à la hausse les taux à long terme aux États-Unis, contraindra probablement les autorités à un durcissement de la politique économique, entraînant une surréaction du dollar. Le taux de change du dollar n'aura guère d'incidence sur la demande nette d'exportations américaines. L'économie américaine finira donc par entrer en récession, ce qui aura bien évidemment des répercussions sur le reste du monde.

Ce sont là les deux scénarios envisagés. Nous ne savons pas lequel se produira mais on doit se poser la même question que Jacob Frenkel : ceux qui croient en un ajustement ordonné sont-ils tout simplement inconscients ou bien se pourrait-il que nous fassions fausse route ? Nous avons identifié le problème il y a des années et nous affirmons depuis que cette situation ne peut pas durer. Or, concrètement, elle empire chaque année.

Certes, la situation actuelle ne peut persister indéfiniment mais peut-être les États-Unis peuvent-ils revenir à un déficit de 3 % ou 4 % du PIB, avec une baisse des cours du pétrole et une accélération de la croissance économique au Japon. Nous avons donc peut-être mal identifié le problème.

D'où la deuxième question que le thème de cette conférence nous amène à nous poser : sommes-nous en train de sous-estimer, ou bien de nous méprendre, sur les conséquences qu'auront sur le système international les évolutions majeures ayant actuellement lieu en Asie, où la croissance progresse à un rythme et à une échelle sans précédent ?

*Il n'est pas impossible que nous ne sachions pas appréhender les conséquences de ces changements considérables. C'est peut-être pour cette raison que nous faisons fausse route pour le moment et que nous avons du mal à mesurer l'incidence de cette période transitoire, qui pourrait durer dix ou vingt ans, et dont la tendance pourrait finalement s'inverser jusqu'à la résorption des déséquilibres mondiaux actuels. Je ne sais si c'est le cas aujourd'hui, et je ne comprends pas encore les mécanismes susceptibles de provoquer un tel renversement de situation, mais lorsqu'un événement est annoncé depuis longtemps et qu'il ne se produit pas, il faut peut-être rechercher des éléments de réponse ailleurs.*

*Je conclurai en remerciant de notre part à tous Christian Noyer et Marc-Olivier Strauss-Kahn ainsi que tous ceux qui ont tant contribué au succès de cet événement exceptionnel.*

