

DEBAT DES PANELISTES

Jean PISANI-FERRY

J'aimerais revenir sur trois points. Vous venez d'en ajouter un quatrième avec la politique budgétaire, mais commençons par ces trois points. Le premier est la question de la compétitivité et de l'ajustement du coût des salaires. Vous êtes tous d'accord sur le diagnostic, à savoir que cette partie du fonctionnement de la zone euro n'est pas satisfaisante.

Jean-Claude TRICHET

Elle ne l'était pas.

Jean PISANI-FERRY

Oui. Certains ajustements ont eu lieu, peut-être plus vite que prévu. L'Irlande s'est en très bien sortie et la Grèce y travaille. Le Portugal également. Cet ajustement est en cours, mais il est lent et partiel. C'est un aspect qui n'était pas suffisamment présent au début et qui n'a pas été suffisamment pris en compte dans les réformes. Vous avez parlé de la procédure en cas de déséquilibres excessifs. Elle n'a pas été mise en œuvre.

Jean-Claude TRICHET

Elle est mise en œuvre de manière asymétrique.

Jean PISANI-FERRY

Elle est censée être mise en œuvre. Elle était supposée être symétrique. La procédure n'ayant jamais été activée, l'aspect macroéconomique reste négligé. C'est un point. L'une des recommandations d'Olivier est que nous pouvons faire mieux en augmentant le taux d'inflation, c'est à dire vraiment atteindre 2 %, ce qui signifie, dans la situation actuelle, prendre le risque de dépasser un peu 2 %. Cependant, le risque d'une inflation trop faible est très préjudiciable pour la zone euro. Deuxièmement, cela implique une approche beaucoup plus institutionnelle de la fixation des salaires et des partenaires sociaux. Puis-je avoir une réaction de votre part sur ce sujet ?

Ashoka MODY

Oui, je peux vous donner une réaction très rapide. Premièrement, l'inflation est bloquée à 1 %. En Italie, elle est d'environ 0,6 %. En ce qui concerne la hausse de l'inflation en Allemagne, la BCE a essentiellement perdu sa crédibilité en tant que dispositif de lutte contre l'inflation. Il existe donc un désengagement entre le comportement de fixation des prix et la politique monétaire. Cette situation est similaire à celle de la Banque du Japon. Elle continue à essayer de mettre en place une politique monétaire de stimulation mais l'inflation ne bouge pas car il n'y a aucun lien entre la façon dont les prix sont fixés et ce que fait la politique monétaire.

En ce qui concerne l'ajustement au niveau des salaires, le principal problème est d'ordre social. Je raconte dans mon livre l'histoire d'une femme qui travaille dans une usine d'Ivrea en Italie. Son revenu est tombé de 1 000 à 600 euros par mois. Elle explique que si son salaire est encore réduit, elle ne pourra pas payer son emprunt logement. Le coût social, le mécontentement social créé par ce processus est énorme, c'est pourquoi les gens ont des taux de change flottants. Le reste du monde a des taux de change flottants pour une très bonne raison - parce que cela crée un processus d'ajustement facile. L'ajustement par les salaires n'est presque jamais possible.

Pour revenir à une déclaration d'Olivier, à savoir qu'un taux de change flottant n'était pas envisageable, ce n'est pas envisageable aujourd'hui, je le comprends, mais ce n'était pas le cas auparavant. Je ne suis tout simplement pas d'accord sur ce point. Jean-Claude se souviendra que, à partir du démantèlement du mécanisme de taux de change jusqu'à l'introduction de l'euro, il y a eu une période de sept ans et que les taux de change flottaient effectivement. Il veillait à ce que les taux de change restent proches de ceux de l'Allemagne, mais c'était un choix politique, il n'y avait pas d'engagement. C'est là le point crucial : aucun engagement n'a été pris pour un taux de change fixe, ce qui

permettrait un ajustement par le biais du taux de change en cas de crise. Cette possibilité a été supprimée et l'ajustement par le biais des salaires n'aura jamais lieu.

Jean PISANI-FERRY

Jean-Claude, pouvez-vous aborder ce problème du dispositif inflationniste et de la possibilité de générer une inflation ciblée ?

Jean-Claude TRICHET

C'est un problème pour toutes les grandes banques centrales des économies avancées. Tout d'abord, je voudrais revenir sur le point soulevé par Olivier. Il est absolument clair que les règles n'ont pas été respectées. Dans mon premier discours, alors que je venais d'être nommé président de la BCE, j'ai fait savoir à l'Allemagne et à la France, sous la présidence italienne du Parlement Européen, qu'il était dommage de refuser la mise en œuvre normale des règles du Pacte de stabilité et de croissance pour l'Allemagne et la France. Jacques Chirac et le Chancelier Schröder suivaient le même principe et ils étaient soutenus par l'Italie. Il est bien dommage, pas particulièrement pour l'Allemagne mais probablement pour la France, et bien sûr pour la Grèce, le Portugal et pour l'Espagne à certains égards, que le Pacte de stabilité et de croissance n'ait pas été respecté avec le plein soutien des plus grands pays.

Une deuxième expérience que je pourrais mentionner est que depuis 2005, observant les divergences nationales persistantes concernant la compétitivité des coûts et les déséquilibres extérieurs, j'ai rendu visite tous les mois à tous les ministres des Finances de la zone euro, preuve de ces divergences qui existaient depuis le début de l'euro jusqu'en 2009, à savoir juste avant la crise financière, qui fut d'ailleurs l'événement qui a objectivement mis fin à ce phénomène. Les gouvernements en étaient tous conscients. Ils savaient tous qu'il était possible dans cette zone monétaire que les salaires et les traitements dans le secteur public grec augmentent de 117 % depuis le début de l'euro jusqu'à la fin de 2009, pendant que cette croissance atteignait 110 % en Irlande, 70 % au Portugal, 36 % en moyenne dans la zone de l'UE et 20 % en Allemagne !

Jean PISANI-FERRY

Ne soutenez-vous pas Ashoka ?

Jean-Claude TRICHET

Il était clair depuis 2005 que nous avons besoin d'une gouvernance très forte au centre pour pouvoir faire ce dont Olivier a parlé et ce qui a été fait au plus fort de la crise, obligeant un certain nombre de pays à revenir à des politiques macroéconomiques plus saines. D'ailleurs, tous les pays en fort déséquilibre au moment de la crise du risque souverain ont maintenant une balance courante excédentaire. Il était évident que, compte tenu de la dimension des déséquilibres, l'ajustement serait très pénible.

Cela étant dit, nous sommes maintenant supposés être dans un monde différent et je conviens pleinement avec Olivier que la procédure de déséquilibre macroéconomique doit être appliquée de manière symétrique. Peut-être un certain nombre d'observateurs étaient-ils trop optimistes en pensant que l'Allemagne, dans une situation de surchauffe, reviendrait à l'inflation annuelle moyenne affichée auparavant ? L'Allemagne a eu une inflation annuelle moyenne de 2,9 % au cours des 40 années précédant l'euro. C'est clairement ce dont nous avons besoin maintenant pendant un certain temps : nous voulons que les 2 % soient respectés dans la zone euro dans son ensemble, nous avons besoin d'un certain nombre de pays - les cas en question sont clairement l'Allemagne, les Pays-Bas et peut-être l'Autriche, sur la moyenne de 2 %, ainsi que d'autres en dessous de la moyenne - pour qu'ils rattrapent leur perte en termes de compétitivité-coût au sein de la configuration de la zone euro.

N'oublions pas que la procédure de déséquilibre macroéconomique a été créée. Ma critique serait que cela ne soit pas appliqué comme il se doit, et je suis entièrement d'accord avec Olivier sur ce point. Mais ne disons pas que nous n'avons rien fait dans les circonstances. J'ai moi-même demandé cette procédure dès que l'on a constaté l'absence de correction spontanée par rapport à cette divergence persistante.

Olivier BLANCHARD

Ashoka a dit quelque chose d'injuste et Jean-Claude est trop poli pour le contredire. Il a déclaré que la BCE avait perdu toute crédibilité parce que l'inflation était inférieure à 2 %. Nous comprenons les problèmes des banques centrales. La BCE n'est pas la seule banque centrale à ne pas être en mesure d'augmenter suffisamment la demande pour générer de l'inflation. On a fait plus ou moins tout ce qu'on a pu. Simplement, ce n'était pas suffisant. Il en a été de même aux États-Unis : il a fallu beaucoup de temps pour revenir à 2 %. Je suis heureux de le dire parce que j'ai moi-même suffisamment critiqué la BCE par le passé pour avoir de la crédibilité, mais vous ne devriez pas dire des choses de ce genre.

Ashoka MODY

Il y a une énorme différence entre la Fed et la BCE.

Jean-Claude TRICHET

J'apprécie beaucoup ce que vous avez dit. Depuis le tout début, nous avons assuré 1,75 % - pour une banque centrale qui disait au tout début que ce serait inférieur à 2 % mais proche de 2%, ce n'est pas si mal dans l'ensemble !

Ashoka MODY

Je ne parle pas de votre phase, Jean-Claude, je parle d'aujourd'hui. Aujourd'hui, le taux d'inflation est bloqué à 1 %, la Fed est à 2 % et en hausse, la BCE est bloquée à 1 % et ne monte pas.

Jean-Claude TRICHET

Ashoka, il existe actuellement une sorte de consensus, y compris au FMI, selon lequel il n'est pas absurde pour la BCE de projeter 1,7 % pour l'année prochaine et 1,7 % pour l'année suivante.

Ashoka MODY

C'est ce que l'on avait prédit pour les cinq dernières années.

Jean-Claude TRICHET

Oui, mais nous étions dans la pire crise depuis la Seconde Guerre mondiale et tout a commencé à Wall Street. Donc il est un peu exagéré de rejeter le blâme sur la zone euro.

Jean PISANI-FERRY

Olivier, vous avez récemment publié un article sur l'Italie, dans lequel vous donnez votre avis sur la politique fiscale de la coalition actuelle. Ce serait donc un bon point de départ.

Olivier BLANCHARD

Je vais faire deux remarques, la première concernant cet article dont vous venez de parler et qui a été publié hier.

Il fait valoir que l'expansion fiscale que l'Italie entreprend pourrait ne pas avoir d'effet positif sur la croissance. La raison en est que, lorsque vous avez une expansion fiscale, vous avez généralement une augmentation des taux d'intérêt. Dans les pays où la banque centrale contrôle la politique monétaire, elle peut vouloir augmenter les taux pour éviter la surchauffe. Toutefois, dans un pays qui fait partie d'une zone monétaire commune et dans lequel les investisseurs étrangers et nationaux sont à fleur de peau, vous obtenez un spread souverain. L'augmentation de ce spread, due à l'anticipation d'une politique budgétaire assouplie, confirmée dans le budget qui vient de paraître, environ 250 %, probablement compensent les effets directs positifs de l'expansion fiscale. Mon sentiment est que les prévisions de croissance pour l'Italie sont fausses, ce qui a des implications, car si la croissance n'est pas réalisée et si le déficit est au final plus important, les choses vont s'aggraver.

L'autre point que je veux faire valoir est plus fondamental. Si vous avez un gouvernement dans un pays membre qui est perçu comme potentiellement irresponsable sur le plan fiscal ou qui fait du bruit au sujet d'une sortie de l'euro,

c'est la recette assurée pour que les investisseurs étrangers et nationaux prennent leur argent et se retirent. La sortie de l'euro peut se produire, même si ce n'était pas l'intention du gouvernement. Laissez de côté l'Italie. Si le populisme continue de croître, je crains que ce scénario ne se produise quelque part dans les 10 prochaines années. L'euro est incompatible avec certaines formes de populisme au moins.

Jean PISANI-FERRY

J'ajouterais une mise en garde par rapport à ce que vous avez dit, car on pourrait comprendre que nous n'avons pas d'instrument. Il existe un instrument, les opérations monétaires sur titres de la BCE, mais cet instrument suppose qu'un programme politique ait été convenu entre le Mécanisme européen de stabilité et le gouvernement, ce qui est évidemment la solution à cette équation politique.

Olivier BLANCHARD

Si quelqu'un change d'idée et se rend compte que quelque chose va se produire, une crise peut effectivement être évitée, mais si un gouvernement insiste pour garder la même ligne et que, à tort ou à raison, cette ligne inquiète suffisamment les investisseurs, il n'y a pas de Mécanisme européen de stabilité, il n'y a pas de programme, et les choses empirent.

Jean-Claude TRICHET

Chaque fois que nous avons un problème, nous revenons au problème de l'existence de l'euro et de la zone euro. Ce n'est pas la bonne approche. Nous avons prouvé au cours des 20 dernières années que cette hypothèse permanente selon laquelle nous étions au bord de la catastrophe n'est pas correcte. Nous avons subi un véritable test de résistance et nous l'avons réussi. La situation actuelle en Italie est évidemment bien meilleure que celle de la Grèce durant la crise. En fait, en Grèce, les gens ne voulaient pas partir. Il en va de même en Italie et le président du Conseil des ministres italien et les dirigeants des deux autres partis ont déclaré publiquement qu'ils ne voulaient pas quitter l'euro, ni l'UE.

Il existe un triangle entre le marché lui-même, à savoir les investisseurs et les épargnants du monde entier, le gouvernement national et la promesse qu'il a faite, et la Commission et les institutions européennes. Je parie, et je suis très confiant là-dessus, qu'une solution sera trouvée. J'ai vécu cela en août 2011 et c'était tellement dramatique que nous sommes intervenus massivement du jour au lendemain dans le cadre du programme SMP. Nous n'avons pas laissé la spéculation exploser. J'ai écrit une lettre à Berlusconi en lui expliquant, sous la double signature du président de la BCE et du gouverneur national Mario Draghi, que la situation était si dramatique que le gouvernement avait dû donner un certain nombre de nouveaux signaux aux investisseurs et aux épargnants en Italie, en Europe et dans le monde entier. Cela a été fait et la politique macroéconomique a beaucoup changé.

Je suis convaincu que nous surmonterons les difficultés. Je conviens tout à fait que la difficulté politique est extrêmement préoccupante, non seulement pour l'Italie mais aussi pour les autres pays, car lorsque l'extrême gauche et l'extrême droite s'unissent, c'est la pire situation politique que vous puissiez avoir. Nous avons vécu l'expérience des années 1930 entre les deux guerres mondiales, je prends donc très au sérieux l'aspect politique. Et je ne dirais pas qu'il est tout à fait faux de conclure que la zone euro va exploser.

Olivier BLANCHARD

Je ne dis pas que cela va se produire. Je parierais bien contre si je devais parier, mais la probabilité est suffisamment élevée pour que nous devions y réfléchir.