



## HELENE REY

Professeure d'économie à la London Business School, membre de la Commission économique de la nation, membre du Haut Conseil de stabilité financière

### Jean-Claude TRICHET

Hélène, je te laisse le dernier mot.

### Hélène REY

Merci Jean-Claude. En tant que macroéconomiste, un problème sous-jacent qui a été soulevé à plusieurs reprises et qui est un problème très important à l'heure actuelle est, pourquoi les taux réels sont-ils si bas ? D'une certaine manière, cela sous-tend tout ce que la plupart des intervenants ont dit. Nous ne comprenons pas exactement pourquoi ils sont si bas. Cela contraint massivement la politique monétaire. C'est lié à la création potentielle de bulles et à l'instabilité financière. Cela fait courir un risque financier énorme, non seulement au secteur bancaire, mais aussi, les gens n'en ont pas parlé, au secteur des assurances et aux différents types de gestionnaires d'actifs, aux fonds de pension, etc.

C'est vraiment un problème. Que savons-nous à ce sujet ? Plusieurs théories cohabitent. Larry Summers est un éminent défenseur de la stagnation. Il associe la baisse des taux réels aux tendances. S'il a raison, alors ces tendances sont très persistantes, car elles sont reliées à la démographie et la croissance de la productivité. Nous ne pouvons pas prédire l'innovation. Il se trouve que j'ai fait des recherches à ce sujet, et j'aurais tendance à être en désaccord avec Larry Summers et à être beaucoup plus du côté de Ken Rogoff.

Pour comprendre les mouvements à long terme des taux réels, il faut se pencher sur l'histoire économique. Ce qui va faire écho chez Jeff concernant les années 1930. Si vous regardez toutefois les tendances à long terme des mouvements des taux réels, il s'avère que vous pouvez les relier assez étroitement à d'autres variables macroéconomiques. À savoir la consommation et la richesse, les ratios de consommation et de richesse.

Le seul autre épisode similaire au nôtre aujourd'hui correspond aux années 1930, à savoir la grande Dépression. Dans les deux cas, on a observé une augmentation massive des richesses, dans les années 1920. Une période d'exubérance irrationnelle. C'est aussi ce que nous avons observé dans les années 1980 et 1990, et dans les deux cas, le phénomène était lié à la déréglementation financière. Ensuite, nous avons assisté à une crise financière massive. Puis, à une très longue période de désendettement, et on sous-estime souvent le temps qu'il faut pour se désendetter. Nous sommes toujours dans cette oscillation, dans cette période de désendettement, d'où des taux réels qui ont tendance à être assez bas.

Si tout ceci se tient, alors cela indique également quelque chose. Qui se tient de toute façon : la politique budgétaire est le bon outil à l'heure actuelle. De fait, si les taux d'intérêt sont bas, la politique budgétaire est plus efficace. Lorsque les taux d'intérêt sont négatifs, si vous devez faire des investissements, c'est le bon moment pour le faire. Faut-il faire des investissements ? Oui. Tout ce que nous avons dit aujourd'hui et hier sur le changement climatique et le fait de devoir opérer une transition nécessite un énorme investissement privé et public. Nous sommes dans une situation où, d'un point de vue cyclique, il semble que nous devrions investir. Du point de vue de la survie, il semble que nous devrions investir également.

Pour tous ceux qui disent qu'avoir beaucoup de dettes ou présenter un déficit en ce moment n'est pas une stratégie prudente, je dirais que c'est en réalité le contraire qui n'est pas prudent. Nous devrions investir beaucoup. Comment ? Pour investir, nous avons besoin de certitudes. Nous devons nous débarrasser de certaines incertitudes qui sont très préjudiciables au comportement d'investissement. Nous avons un cas concret avec le Brexit et je ne m'attarderai pas là-dessus, mais en termes de changement climatique, il y a beaucoup d'incertitudes.

Comment s'y prendre ? Ce que nous voulons, et je pense que la plupart des économistes qui ont travaillé sur le climat seront d'accord avec moi, c'est un prix du carbone et un cours déterministe pour le prix du carbone, avec un horizon à long terme. C'est formidable que le président ici soit Jean-Claude, car on recense une excellente proposition de Christian Gollier et Jacques Delpla : la création d'une banque centrale du carbone, qui vendrait des permis, et des volumes de permis, afin de les équilibrer.

Le faire de manière appropriée nécessite de faire appel à des scientifiques, mais c'est possible. Nous voulons faire correspondre notre objectif de volume d'émissions avec une trajectoire déterministe, d'ici à 2050. La banque centrale peut intervenir en vendant ces permis aux enchères et emprunter cette trajectoire. Si vous faites cela et que, parallèlement, vous soutenez l'action par des investissements publics, vous pourriez déclencher beaucoup d'investissements privés. Vous pouvez agir positivement en faveur de la transition énergétique. Pas sans frais, cela dit. Le prix du carbone sera agressif, il faut donc des mesures de distribution d'accompagnement, nous le savons bien.

La transition énergétique ne va pas se faire sans coût, mais ce serait en tout cas une façon de faire tout en faisant face à l'incertitude et en déclenchant l'investissement. C'est quelque chose qui mérite d'être envisagé. Le lancer en Europe semble très naturel, mais avec les mécanismes appropriés à la frontière pour gérer le contenu importé de carbone, nous pourrions faire des progrès et peut-être augmenter le nombre de personnes qui l'adopteront en cours de route

#### **Jean-Claude TRICHET**

Hélène, avez-vous publié un article sur cette banque centrale du carbone ?

#### **Hélène REY**

La banque centrale du carbone n'est pas mon idée. C'est une idée de Christian Gollier. Vous savez sans doute que c'est un universitaire de renom, extrêmement doué pour la finance et l'assurance. Il enseigne à la Toulouse School of Economics avec Jacques Delpla. Tous deux ont récemment publié un court article dans lequel ils détaillent exactement comment les choses fonctionneraient, et qui vaut la peine d'être considéré et lu.

#### **Jean-Claude TRICHET**

D'accord, merci beaucoup, en effet. Nous voici avec un très large éventail d'idées, de propositions et d'inquiétudes. Dans ce qui a été dit, je vois bien plus de craintes et de risques qui pourraient se matérialiser que d'éléments très positifs. Je n'aurai que deux ou trois remarques à formuler, très brièvement. Je dois dire que, quand je regarde l'image depuis la planète Mars, je vois du populisme et un niveau de frustration chez nos concitoyens, comme vous l'avez dit très sagement, Jeff. C'est vrai dans toutes les économies avancées sans exception. Même si les modalités sont différentes, il en va de même aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Europe continentale et au Japon. C'est un aspect indéniable, l'immense frustration de la population.

Deuxièmement, je constate que l'inflation est extraordinairement faible et je ne peux m'empêcher de faire le lien. Le fonctionnement de notre système présente une anomalie, la courbe de Phillips ne fonctionne plus depuis la crise comme elle l'avait fait par le passé. Même en cas de plein emploi, on n'observe pas de réelle augmentation des salaires et traitements. Les citoyens préfèrent de loin protéger leur emploi au lieu d'obtenir des augmentations de salaires et de traitements, tout simplement parce qu'ils subissent une immense contrainte de concurrence provenant de la mondialisation, des pays émergents, de la science et de la technologie. Il ne s'agit pas ici éventuellement de migrants dans leurs économies nationales.

Tout ceci concourt à une situation très anormale. Il n'est pas normal qu'en Allemagne, vous n'avez pas cela. Cela commence doucement, mais pendant longtemps, vous n'aviez pas ce que vous auriez pu attendre des partenaires sociaux en plein emploi. C'est la même chose aux Pays-Bas, au Japon, en Suisse et d'une certaine manière aux États-Unis. Avec le paradoxe que le président républicain incite les cols bleus à obtenir plus de salaires et traitements. Cela en dit long sur le sentiment général que quelque chose ne va pas.

S'ils étaient encore plus exigeants, je ne suis pas sûr que les salaires et traitements réels augmenteraient beaucoup, car d'autres contraintes fondamentales sous-jacentes existent, nous le savons tous. Nous aurions au moins un coût



unitaire plus élevé, et l'inflation serait par conséquent plus élevée. Nous sommes dans une courbe de Phillips keynésienne, soit une courbe de Phillips classique. Alors peut-être que la banque centrale apaiserait ses inquiétudes. À tort ou à raison, elle craint que le risque déflationniste se matérialise. C'est pourquoi, dans cet environnement de très faible inflation, elle tente de sortir du piège.

J'ose moi-même, et je serai aussi audacieux qu'Hélène. Je sais ce qui se passe lorsque le système ne fonctionne pas bien et lorsque les salaires et traitements sont à un niveau trop élevé. Vous vous engagez avec tous les partenaires dans une sorte de politique de désinflation. C'est ce qui a été fait aux Pays-Bas en Europe, en France après les Pays-Bas et dans de nombreux autres pays. En fait, c'est ce qui est fait dans tous les pays, afin de converger vers l'euro.

Il a fallu des partenariats conjoints entre les partenaires sociaux, gouvernements, pouvoirs publics et le secteur privé. Pour passer de hausses de 7 à 8 % à des hausses qui seraient plus ou moins conformes aux 2 % de l'objectif d'inflation, l'objectif implicite. Je me demande si nous n'aurions pas besoin de sortir les banques centrales du piège, avec toutes les conséquences en termes d'instabilité financière. Celles-ci sont associées à des taux négatifs ou à des taux très bas. Ne devrions-nous pas essayer d'obtenir le consensus inverse, si je puis m'exprimer ainsi ? Non pas une politique de désinflation, mais d'autres politiques.

D'une certaine manière, c'est ce que Trump dit quand il a dit : « Je suis président des États-Unis, et je veux que les cols bleus obtiennent plus de salaires et de traitements. » J'y vois quelque chose qui ressemble un peu à l'inverse de ce que nous fait avec la politique de désinflation depuis 17 ans dans mon propre pays. J'y ai participé moi-même. L'euro n'existerait pas si nous n'avions pas introduit cette politique.