

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

Je me réserve le droit de commenter un petit peu et ensuite nous allons lancer une vive discussion. Jean-Claude, mes notes de l'an dernier datent bien sûr du début octobre. Au début octobre, vous aviez absolument raison, Jay Powell disait que l'inflation aux États-Unis était provisoire et il prévoyait raisonnablement que durant l'année suivante, c'est-à-dire 2022, ce serait à environ 2 %. Il l'a dit en octobre et vous avez raison de dire que toutes les banques centrales étaient du même avis. D'ailleurs, je suis d'accord avec John qui a été très clair sur ce point, les modèles dynamiques d'équilibre stochastique général sont complètement faux quand on est dans une période de transition rapide. Nous en avons fait l'expérience avec l'économie réelle après la banqueroute de Lehman et nous en faisons à nouveau l'expérience maintenant car Jay Powell n'a pas pu dire cela sans se fonder sur des articles issus des milliers de thèses doctorales des équipes de la Réserve fédérale. C'est un immense problème, qui dans une certaine mesure explique les décalages. Il y a d'autres raisons techniques qui expliquent l'étendue du décalage car en novembre, Jay Powell a admis que la situation n'était pas transitoire mais la première augmentation des taux d'intérêt s'est produite seulement en mars. Par conséquent, il y a eu un énorme retard entre la lucidité retrouvée et les actions. À mon avis, ce décalage également dû au fait que la Réserve fédérale voulait avoir une sorte de lien entre la part quantitative non-conventionnelle de la politique monétaire et les taux d'intérêt conventionnels. Ils ont dit qu'ils allaient augmenter les taux d'intérêt seulement après avoir arrêté les achats nets de titres négociables. Ça a été dit de chaque côté de l'Atlantique et c'était une des raisons pour lesquelles il y a eu un retard de cinq ou six mois, selon la banque centrale dont on parle. Selon moi, c'était une énorme erreur, rétrospectivement, de lier les deux. Finalement, concernant la situation perçue à l'époque de la dernière rencontre de la WPC je ne pensais pas qu'il y aurait des problèmes à l'horizon.

Jean-Claude Meyer, Vice Chairman International de Rothschild & Cie

Je ne vous accusais pas personnellement.

Jean-Claude Trichet

J'ai toujours été contre la théorie selon laquelle les taux d'intérêt ont toujours été très bas et qu'il fallait emprunter massivement afin d'être dans la meilleure situation. Malheureusement, cette théorie fut proche d'être la sagesse générale à un certain moment et c'était de toute évidence une erreur.



Une autre remarque, je ne suis pas sûr que nous ayons les mêmes chiffres concernant l'inflation tendancielle. Lorsque j'étudie l'inflation tendancielle, je me base sur les publications par Eurostat pour l'Europe et par l'office statistique aux États-Unis. Nous avons les mêmes niveaux d'inflation tendancielle, qui est autour de 6,3 % à 6,5 % et j'ai les chiffres pour l'euro qui sont de 6,6 % en novembre. 6,6 % n'est pas 4 % et cela signifie que même si on met de côté le pétrole et le gaz, et les produits agricoles, vous avez toujours un niveau impressionnant d'inflation et le boulot des banques centrales est de la faire descendre à 2 % d'ici trois ans, ce dont je suis persuadé qu'elles sont capables. Le fait que nous ayons le même niveau d'inflation tendancielle, d'inflation sous-jacente de chaque côté de l'Atlantique et pas le même niveau d'inflation globale souligne ce que nombre d'entre nous ont remarqué, c'est-à-dire qu'il y a des différences entre l'Europe et les États-Unis car en Europe c'est bien plus un problème d'offre et aux États-Unis c'est un problème de demande. Je vais vous donner le chiffre global : 10 % en Europe et le dernier chiffre que j'ai en tête pour les États-Unis est 7,7 %. Cela fait 2,3 % de différence, ce qui signifie que l'économie réelle en Europe souffre de la situation, de l'inflation et de la guerre en Ukraine, bien plus que les États-Unis. Cela explique pourquoi la politique monétaire en Europe est bien plus douce que la politique monétaire américaine, mais il me semble que les deux sont exactement appropriées si l'on veut faire baisser l'inflation tendancielle car, une fois de plus, même en Europe, il ne s'agit pas uniquement du pétrole, du gaz et des produits alimentaires. Je ne suis pas sûr d'être entièrement d'accord avec l'idée qu'il n'y a pas de spirale des prix, car il doit bien y en avoir pour atteindre 6,6 %.

Elle n'est peut-être pas encore énorme avec les revenus et les salaires mais aux États-Unis, vous avez 6 % de rémunération et salaires, donc quasiment le niveau d'inflation tendancielle que j'ai mentionné. Je pense que nous devons être très prudents, y compris en Europe car nous avons plus ou moins le même problème. Je suis d'accord que c'est bien qu'il y ait une différence significative dans les taux d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe. Cela a aussi l'inconvénient mentionné par notre ami coréen, c'est-à-dire que l'euro est faible et que nous importons l'inflation et c'est un problème. Cependant, je ne vais pas appeler à l'accélération de la hausse des taux d'intérêt en Europe, mais je suis raisonnablement satisfait quand les deux taux d'intérêt, en Europe et aux États-Unis, montent calmement, doucement mais sûrement, car il est très important que tous les agents économiques soient convaincus que les 2 % sont crédibles à moyen terme, ce qui, si on est francs, n'est pas entièrement clair aujourd'hui.

Deux autres remarques, une sur le fait que nous allons probablement connaître des pressions inflationnistes dans la période à venir et cette inflation sera probablement de nature séculaire et non cyclique. Nous avons la transition verte, qui a été évoquée, et je pense que c'est très important. La démondialisation a été évoquée avec des nuances, mais je pense que cela fait partie du fait qu'en comparaison avec la période précédente, nous devons nous attendre à des pressions à la hausse pour les prix. Nous avons également le problème des cols bleus, de la gêne de la classe moyenne ou moyenne inférieure, en ce qui concerne la stagnation des salaires et des revenus. Il me semble que c'est déjà présent dans la mesure où les États-Unis font office de précurseur. J'interprète la séquence Trump-Biden comme accompagnant l'émergence de la protestation des travailleurs en cols bleus qui s'est traduite dans la sphère politique. Clairement, imaginer que le candidat des Républicains pour l'élection présidentielle ne soit pas le défenseur des grandes entreprises mais le défenseur des cols bleus est totalement incroyable. Bien sûr, Biden est sur la même ligne, pour d'excellentes raisons. Je mentionne cela et je comprends que, comme vous l'avez dit, c'est également le cas dans tous



les pays européens, et nous devons nous y attendre et cela va encore ajouter une pression inflationniste supplémentaire.

Le dernier point que je veux mentionner, c'est que nous sommes dans une situation où vous avez mentionné Minsky et les « esprits animaux », et il est absolument limpide que nous avons une situation anormale que vous considérez comme étant intrinsèque au capitalisme. Keynes l'a dit avec éloquence, ainsi que Minsky, donc je pense que c'est indéniable, mais de temps en temps on a des situations qui semblent se distinguer des annales historiques. Nous sommes très clairement dans une situation où l'accumulation de dettes et les politiques incroyablement accommodantes de ces dix dernières années ajoutées à ce changement rapide de politique monétaire, avec de bonnes raisons, ont créé un univers qui, pour être franc, semble un peu plus dangereux que la plupart de nos propos ne le laissent entendre. Je ne veux pas jouer les oiseaux de mauvais augure, mais il est possible que de graves problèmes se dessinent à l'horizon.