

Dans le nouvel entretien semestriel qu'il nous a accordé, Jean-Claude Trichet nous éclaire sur les causes multiples de l'inflation massive qui affecte aujourd'hui l'économie mondiale et dont les modèles économiques disponibles n'avaient prévu ni la survenue ni l'ampleur. Il nous parle du rôle régulateur des Banques centrales – de la Banque centrale européenne (BCE) en particulier – dont l'objectif déclaré est de mettre un terme aussi vite que possible à ce processus et de revenir au niveau unanimement considéré comme optimal de l'inflation (2 %), niveau qui préserve notamment des risques de déflation et par là de dégradation catastrophique de l'économie. Tout ceci lui permet au passage de préciser le sens des mots utilisés par les spécialistes et qui souvent nous échappe : inflation sous-jacente, transition verte, grande modération ou encore déglobalisation.

L'objectif des Banques centrales : ramener le plus vite possible le niveau de l'inflation à 2 %

Un entretien avec Jean-Claude Trichet

Jean-Claude Trichet est Gouverneur honoraire de la Banque de France et ancien Président de la Banque Centrale Européenne.

LE CHOC DE L'INFLATION

Philippe Lazar : Merci de bien vouloir nous accorder ce nouvel entretien dans un contexte politique et économique difficile, marqué en particulier de ce dernier point de vue par une inflation massive et généralisée. Commençons si vous le voulez bien par une simple question de vocabulaire : quelle est la différence entre inflation générale et inflation sous-jacente ?

Jean-Claude Trichet : L'inflation, c'est-à-dire l'augmentation des prix à la consommation, est calculée en tenant compte de tous les prix, contient en particulier les augmentations de ceux de l'énergie et des productions

agricoles. Elle est aujourd'hui d'autant plus élevée qu'on observe simultanément une augmentation brutale des prix du gaz, du pétrole et de certaines matières premières. L'inflation dite « sous-jacente » est censée mieux représenter la tendance à moyen terme de l'évolution des prix. On la calcule sur la base de tous les prix à l'exception de ceux de l'énergie et des produits agricoles. Au moment de notre entretien l'inflation dans la zone euro est de l'ordre de 10 % et l'inflation sous-jacente d'environ 6,1 %. Cela veut dire que le choc de la hausse des prix ne s'est pas limitée à l'énergie mais touche assez largement l'ensemble des autres prix.

P.L. : La question suivante s'enchaîne : comprend-on le pourquoi de cette inflation sous-jacente actuelle massive ? Je connais bien sûr votre prudence au sujet des prévisions en la matière... mais celle-ci était-elle d'une certaine façon prévisible ?

J.-C.T. : Il s'agit d'un phénomène complexe et essentiellement multidimensionnel, qui concerne aujourd'hui l'ensemble des pays avancés. Le premier facteur inflationniste, celui dont on peut penser qu'il a déclenché le processus, est la reprise après la Covid. Cette maladie a eu deux effets majeurs : d'abord gêner considérablement la production de biens et de services et ensuite éluder la consommation. À la sortie, disons l'an passé, de la phase aiguë de la pandémie, on a eu un choc en retour (que de nombreux économistes n'avaient pas anticipé) du fait d'une forte reprise de la demande, parce que nos concitoyens, de part et d'autre de l'Atlantique, retrouvaient la possibilité de consommer...

P.L. : ... ils avaient fait des économies pendant la période en question !

J.-C.T. : Oui mais pas seulement, ils n'ont alors que partiellement puisé en elles. Mais il y a eu en même temps les retards de la production liés à son inhibition temporaire du fait de la Covid : une difficulté dès lors pour l'offre de faire face à une très forte demande, des conditions inévitablement génératrices d'une croissance des prix. Il faut ajouter à cela la très importante activation budgétaire permettant de faire face à la situation (le « quoi qu'il en coûte » chez nous mais qui a eu son équivalent

ailleurs – en particulier aux États-Unis dont la politique budgétaire a été très expansive) et l'accroissement des masses d'argent dès lors utilisables (avec bien entendu une augmentation massive d'une dette déjà très élevée !). Troisième cause : le rôle des Banques centrales, légitimement très accommodantes au cours des années précédentes par souci d'éviter le risque de déflation, fixant à cette fin les taux d'intérêt à un niveau bas sinon nul, voire négatif, pour rendre l'argent plus accessible.

Je compléterais volontiers ces trois premières causes – la reprise post Covid, la politique budgétaire, la politique monétaire – par deux autres phénomènes majeurs : une certaine déglobalisation, potentiellement inflationniste, pour éviter les risques de trop grande dépendance des pays étrangers en matière de chaînes de production mondiale ; la remise en question de l'excès d'épargne au niveau mondial, conduisant à la fois à une faible inflation et à des taux d'intérêt réel très bas, en particulier sous l'impact de la « transition verte » et des investissements mondiaux massifs qui lui sont associés.

P.L. : Mais pourquoi s'est-on dès lors laissé surprendre ?

J.-C.T. : Bonne question ! Pourquoi ce retard à l'allumage ? Pourquoi les Banques centrales et les gouvernements ne se sont-ils pas mobilisés ex ante au lieu d'ex post ? La première raison est que tout le monde, à tort, croyait que la période d'inflation très basse...

P. L. : ...à 2 % ?

J.-C. T. : Non, au-dessous de 2 %, parfois proche de 0 % ! Certains accréditaient l'idée que cette période durerait éternellement. Et le problème des Banques centrales était précisément de remonter autour de 2 % pour éviter une déflation qui aurait entraîné une contraction de l'économie extrêmement dangereuse. Les pays avancés se trouvaient à ce sujet dans une situation de large convergence d'analyses entre les Banques centrales, les acteurs de l'économie et du marché, les gouvernements et, plus généralement, la société dans son ensemble. Et, quand un sentiment de cette nature est si largement répandu, il est difficile de s'y opposer dans un premier temps même lorsque il y a évidence du changement. J'avais personnellement déjà vécu une période analogue lors de la crise de *Lehman Brothers* en 2008, dont nous avons précédemment parlé : le sentiment dominant des économistes et des acteurs du marché à cette époque était que l'inflation et la croissance allaient demeurer stables pendant une très longue période. On appelait alors cela « la grande stabilité, la grande modération » : celle des prix et celle de la croissance.

P. L. : L'éloge du tiède en quelque sorte !

J.-C. T. : Si vous voulez mais je dirais plutôt celui de la croissance stable et durable ! Ce qui ne nous a pas empêchés de subir l'une des crises les plus graves que nous ayons eu à supporter depuis la Seconde Guerre mondiale ! Ce qui montre bien à quel point il faut se méfier des analyses trop universellement dominantes.

P. L. : Ce que vous dites évoque pour moi une analogie. J'ai été pendant quelques années président du Conseil supérieur de la sûreté de l'information nucléaires (CSSIN). Les (heureusement rares) accidents dans ce domaine sont toujours la conjonction de multiples incidents : il faut une telle accumulation pour qu'un accident se produise. Et cela me semble ressembler fortement à la situation que vous venez de décrire. Il n'y a vraiment inflation préoccupante que si plusieurs facteurs interviennent conjointement pour la provoquer... d'où aussi l'effet de « surprise » lorsqu'elle survient !

J.-C. T. : L'analogie de la multidimensionnalité est effectivement flagrante pour la période actuelle ! Et il existe un autre élément explicatif : nous ne disposons pas de modèles économiques qui rendent compte de façon vraiment satisfaisante des périodes de crise. Les modèles de « dynamique stochastique d'équilibre général » (DSEG) sont excellents en période normale mais trompeurs dans les moments de crise. Le président de la Banque centrale américaine, la FED, Jerome Powell, a encore pu dire à la fin de l'année dernière que : « Je suis confiant dans notre possibilité de retrouver une inflation de 2 % dans le courant de l'année 2022 ». Or au moment où nous nous entretenons l'inflation générale aux États-Unis doit être de l'ordre de 8,3 % et l'inflation sous-jacente à plus de 6 % !

LE RÔLE RÉGULATEUR DES BANQUES CENTRALES

P.L. : Vous venez d'évoquer un chiffre d'inflation très élevé aux États-Unis. Est-il exact que celui de notre pays lui est vraiment inférieur et inférieur aussi à celui des autres pays européens ?

J.-C.T. : Oui, c'est exact ! S'agissant des pays européens, l'une des raisons est que nous dépendons moins du gaz russe que beaucoup d'entre eux, à commencer par l'Allemagne. Et puis le budget français s'est mobilisé plus que dans d'autres pays pour atténuer la hausse des prix, celle de l'énergie en particulier.

P.L. : Au risque bien sûr d'accroître la dette ?

J.-C.T. : Bien entendu !

P.L. : Que peut-on dire dès lors de notre avenir ?

J.-C.T. : Les grandes Banques centrales, la Banque Centrale Européenne en particulier, ont manifestement décidé de ne pas laisser l'inflation perdurer. Elles ne peuvent évidemment pas gérer elles-mêmes les prix du gaz, du pétrole, des produits agricoles. Mais elles conservent leur objectif partagé de revenir autour du fameux 2 % en termes d'inflation, et elles viennent de prouver leur volonté d'agir en activant la politique monétaire.

P.L. : Que sont-ils précisément, les moyens de cette politique ? D'où proviennent les ressources abondantes dont disposent ces Banques ? Je me



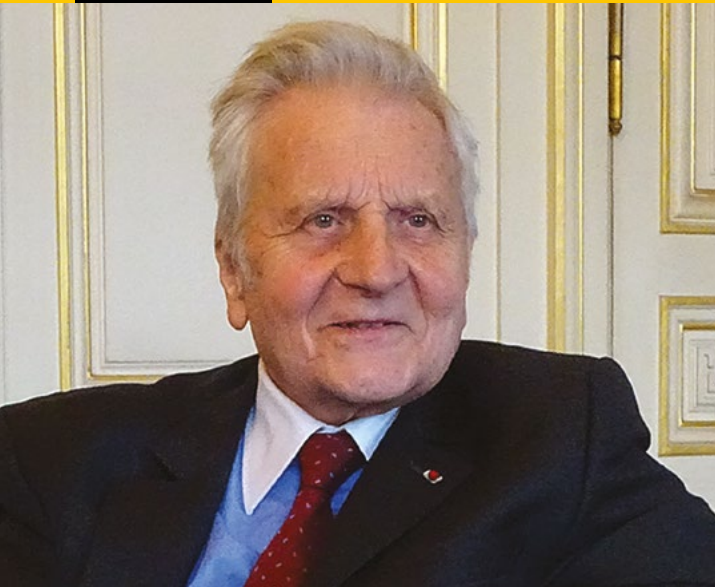
© JEAN-FRANÇOIS LEVY

souviens que vous nous aviez dit que, au moment de la crise des *subprimes*, vous aviez pu, en tant que président de la Banque Centrale Européenne, débloquer en une matinée 95 milliards d'euros et que ceci avait largement contribué à éviter une catastrophe financière. D'où venait cet argent ?

J.-C.T. : Tout simplement des liquidités en euros que nous avons offertes aux banques commerciales de la Zone euro. Le déchaînement de la crise financière a fait que, pour la première fois, nous avons alors décidé de donner à ces banques, sans limite, tous les euros qu'elles nous ont demandés. Mais cela bien entendu moyennant de solides garanties.

La Banque Centrale Européenne, la BCE, il faut bien le comprendre, n'est pas une banque « ordinaire », c'est une structure fédérale associant toutes les Banques nationales des pays de la Zone euro en un « Euro-système ». Celui-ci agit au nom des pays-membres par une politique

Jean-Claude Trichet.



© JEAN-FRANÇOIS LÉVY

monétaire commune, arrêtée de concert. Elle seule est en droit d'émettre la monnaie unique qu'est l'euro et c'est le président de la Banque centrale européenne qui, formellement, signe les billets de banque en question. Quant aux décisions à prendre, elles sont le fait de deux collègues : le Conseil des Gouverneurs pour les décisions de politique monétaire ; le Directoire pour la gestion de la banque, l'un et l'autre présidés par le président de la Banque Centrale Européenne.

P.L. : La BCE peut donc émettre à volonté des euros ?

J.-C.T. : Absolument, elle est même la seule au monde à en avoir le droit, et elle peut en effet le faire en tant que de besoin, sans aucune limite ! Les banques commerciales doivent faire appel à elle pour qu'elle leur en fournisse.

P.L. : Que sont les garanties que ces banques lui donnent en contrepartie ?

J.-C.T. : De solides garanties sous forme des créances qu'elles ont sur l'économie réelle, sur les entreprises...

P.L. : ... nous avons donc affaire à un système de confiance très généralisé ?

J.-C.T. : Bien sûr, et je ne connais pas d'exemple où les banques commerciales n'auraient plus confiance en la Banque centrale, c'est impensable ! Dans tous les pays, la Banque centrale a le monopole de l'émission monétaire. À elle de faire en sorte que cette émission demeure raisonnable, en accord avec le maintien de la confiance dans la monnaie, dans la stabilité des prix et bien sûr de la capacité d'agir en cas de crise majeure.

P.L. : Dans un entretien récent, vous parliez par ailleurs de la « crédibilité » de la BCE. Qu'entendez-vous par là ?

J.-C.T. : Je veux parler de la confiance dont cette Banque Centrale a bénéficié depuis sa création en préservant la stabilité des prix autour de 2 % en moyenne, et cela depuis la création de l'euro, il y a maintenant plus de vingt ans. Cette crédibilité, ce niveau de confiance s'entendent comme provenant des ménages, des épargnants, des consommateurs, des salariés et de leurs organisations syndicales.

LE « POUVOIR » DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

P.L. : Tout ce que vous nous dites est très impressionnant et échappe en grande partie, du fait de sa complexité, à l'immense majorité de nos concitoyens, conscients du pouvoir

de l'argent mais très ignorants de la façon dont il intervient concrètement au travers des organismes qui le gèrent.

J.-C.T. : Je pense que Christine Lagarde, l'actuelle présidente de la BCE, serait sans doute étonnée de ce que vous venez de dire. Elle doit avoir au contraire le sentiment d'être ultra contrainte plutôt que celui d'exercer un pouvoir exorbitant. Je n'ai moi-même jamais eu l'impression de disposer d'un tel pouvoir, d'agir de façon arbitraire. Mon rôle était de tenir la promesse engagée auprès de tous les citoyens européens de maintenir la stabilité des prix sur une très longue période et d'empêcher des catastrophes de se produire dans les périodes de crise que nous avons subies.

P.L. : Je n'ai pas du tout parlé d'arbitraire bien sûr. J'ai juste voulu dire que ces mécanismes indispensables de gestion de l'argent que la BCE a la responsabilité de faire fonctionner échappent complètement à la plupart d'entre nous alors même qu'ils conditionnent en grande partie notre vie collective et individuelle. C'est cela qui est impressionnant quand on en prend conscience !

LA DANGEREUSE SPIRALE DES PRIX ET DES SALAIRES

J.-C.T. : Lorsqu'on perd le contrôle de l'inflation, les conséquences économiques et sociales sont si lourdes que c'est intolérable : il faut absolument assurer à nouveau la stabilité des prix. Aux États-Unis, en 1979, l'inflation s'est élevée à 14,5 %.

Le coût du retour à l'équilibre a été une croissance des taux d'intérêt allant jusqu'à 20 %, une récession et une crise financière mondiale¹.

P.L. : Comment se fait-il à votre avis que certains – et en particulier les hommes politiques qui ont quand même une certaine expérience de ces processus – n'hésitent pas à réclamer des hausses salariales massives alors même qu'ils savent parfaitement qu'elles enclencheraient inévitablement ladite spirale ? Par pure démagogie ?

J.-C.T. : Je crois plutôt qu'ils se disent que leur rôle est de défendre immédiatement les plus défavorisés et que c'est aux autres acteurs sociaux – les entreprises, les responsables publics, etc. – de jouer leur propre rôle, différent du leur. En d'autres termes, à chacun ses responsabilités ! C'est là le propre du fonctionnement d'une société ouverte. Mais, dans le cas français, les choses se compliquent car la culture dominante des partenaires sociaux est celle des entreprises publiques et des administrations. On ne voit pas immédiatement les effets désastreux des augmentations successives des coûts salariaux sur la compétitivité des entreprises et donc sur la croissance et l'emploi. C'est là toute la différence entre la France et l'Allemagne : de l'autre côté du Rhin la culture dominante des partenaires sociaux est celle d'entreprises exportatrices. Pour les salariés et les syndicats préserver l'emploi passe là-bas par la préservation de la compétitivité.

¹ À noter qu'en France, en 1980, l'inflation s'était élevé à 13,6 %.

LA GUERRE DE LA RUSSIE CONTRE L'UKRAINE

P.L. : Venons-en, en quelques mots si vous le voulez bien, à l'actuelle lourde réalité militaire et à ses conséquences économiques : la guerre de la Russie contre l'Ukraine a-t-elle véritablement bouleversé l'économie mondiale ?

J.-C.T. : La guerre est naturellement une cause supplémentaire importante du ralentissement et du bouleversement de l'économie mondiale mais la moindre croissance de l'économie était déjà amorcée avant ce conflit. Cela dit, la guerre l'amplifie par son impact sur le prix des matières premières, ce que confirme le fait que d'avoir réussi à débloquer au moins partiellement les exportations de produits agricoles a déjà eu un impact sur leur prix. La croissance

économique, la prospérité et la stabilité de nos sociétés repose sur la confiance des ménages, des investisseurs, des chercheurs, de l'ensemble de nos concitoyens. Elle repose aussi sur une confiance raisonnable dans les relations politiques et économiques au niveau mondial, dans une stabilité convenable de la division internationale du travail.

Ce qui à mes yeux est aujourd'hui le plus préoccupant est la perte de confiance en l'avenir : ce conflit rend crédible la possibilité d'une nouvelle guerre européenne et, au-delà de l'Europe, d'une déstabilisation généralisée du monde. Sans cette confiance tout menace de s'effondrer... Et je ne parle même pas de la menace d'une guerre nucléaire brandie par la Russie : j'espère encore pouvoir mettre de tels propos au compte d'une totale irresponsabilité rhétorique. ☹

PROPOS RECUEILLIS ET RETRANSCRITS

PAR PHILIPPE LAZAR

PHOTOGRAPHIES DE JEAN-FRANÇOIS LÉVY