

vendredi 17 décembre 1999

Spécial An 2000

Interview exclusive

Jean-Claude Trichet gouverneur de la Banque de France

« Si nous préservons notre compétitivité,
nous pouvons avoir des années
de croissance relativement forte. »

Le Revenu Vous êtes le gouverneur de la Banque de France, une institution qui va fêter son bicentenaire en janvier 2000. En tant que membre du conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne, vous êtes aussi un des plus importants responsables d'une monnaie qui n'a pas encore un an, l'euro. Cette jeunesse explique-t-elle qu'elle ait du mal à s'imposer sur les marchés des changes face au dollar ?

JEAN-CLAUDE TRICHET Ce n'est pas mon sentiment. L'euro bénéficie de l'héritage des monnaies composantes. Et comme tout a été fondé sur le *bench marking*, l'étalonnage par rapport aux meilleurs, l'euro est l'héritier des meilleures monnaies européennes. L'euro est une monnaie pour laquelle nous avons la même stratégie de politique monétaire que celle que nous avions pour le franc. Il y a des fluctuations : nous sommes dans un système de changes flottants. Mais chacun sait que nous poursuivons une stratégie de monnaie forte et stable, de monnaie qui inspire confiance et l'euro a, à l'évidence, un potentiel d'appréciation important.

Le fait que cette nouvelle monnaie ne soit pas matérialisée par des billets et des pièces jusqu'au début de 2002 peut-il constituer un handicap passager pour le statut international de l'euro ? Je ne le crois pas. Cela est ressenti par nos concitoyens mais certainement pas par les professionnels des marchés qui ont le plein usage de l'euro depuis le 4 janvier 1999.

Les niveaux très bas d'inflation que nous vivons actuellement sont-ils destinés à durer longtemps ? Pouvons-nous, devons-nous nous habituer à vivre sans inflation ? Je crois en effet que vous pouvez considérer que la faible inflation fait partie désormais de l'environnement naturel dans lequel sont placés nos concitoyens français comme les Européens et même, très vraisemblablement l'économie mondiale. Mais concentrons-nous un instant sur la France. Cela fait maintenant très longtemps que nous vivons avec une faible inflation. Cela fait maintenant très longtemps que nous avons théorisé et donné un nom à cette stratégie. Je viens de le mentionner : c'est la « désinflation compétitive ». Cela fait un très grand nombre

d'années que l'accumulation de la faible inflation nous a permis de renforcer, de consolider ou de préserver la compétitivité des productions françaises sur les marchés mondiaux. Je crois que, dans une large mesure, on peut s'expliquer nos bons résultats de croissance par rapport à nos partenaires et l'excédent de nos échanges extérieurs et de notre balance des paiements courants par le fait que nous avons mené une stratégie de compétitivité de manière constante depuis de longues années. Il y a quinze ans environ que cette stratégie a été initiée sur la base d'un consensus multipartisant. Elle a été poursuivie par la Banque de France lorsque la loi a rendu celle-ci indépendante du gouvernement en 1994.

Jean-Claude Trichet a reçu
« Le Revenu » dans son bureau
de la Banque de France, dont
il est gouverneur depuis 1993.

C'ÉTAIT EN...

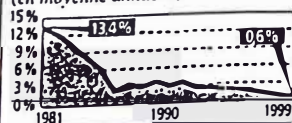
• **1983** Après avoir obtenu que le franc reste dans le Système monétaire européen, Jacques Delors, ministre des Finances, s'attaque à l'inflation.

• **1986** Édouard Balladur, ministre des Finances, dont Jean-Claude Trichet est le directeur de cabinet, prend le risque de supprimer le contrôle des prix, la concurrence étant désormais assez forte pour contenir l'inflation.

• **1987** Jean-Claude Trichet devient directeur du Trésor, poste où il vit les crises monétaires de 1992.

• **1993** Jean-Claude Trichet devient gouverneur et pèse de tout son poids pour que la France respecte les critères de Maastricht et que l'euro naisse comme prévu le 1^{er} janvier 1999.

L'inflation en France
(en moyenne annuelle)



LE REVENU

MENSUEL

vendredi 17 décembre 1999

Spécial An 2000

Jean-Claude Trichet

... Suite de la page 70

monétaire. Nous nous y employons. Il faut aussi une bonne politique budgétaire qui limite dépenses publiques et déficits des finances publiques. C'est un message permanent de la Banque centrale à l'intention des gouvernements.

Vous croyez donc que la diffusion d'une nouvelle vague de progrès technologiques permet de parler de « nouvelle économie » ? Je serai plus prudent. Je ne crois pas, par exemple, que nous ayons éliminé les fluctuations économiques. Je crois, au contraire, que nous avons sous les yeux toutes les évidences du fait qu'il y a toujours des cycles. En revanche, je crois que nous bénéficions du progrès technologique exceptionnel qui consiste à marier les technologies modernes de calcul et de transport de l'information. Comme la machine à vapeur a été un facteur de progrès prodigieux, comme l'électricité a été un facteur de progrès considérable, je crois que ce que nous avons sous les yeux est facteur de très importants progrès économiques. Ce à quoi nous assistons en ce moment a tous les traits de « l'ancienne économie » lorsqu'elle est soumise fort heureusement à un choc d'inventions technologiques ayant un très fort impact sur la productivité.

L'invention de la machine à vapeur permettait de multiplier la force mécanique des chevaux. C'est pourquoi on mesure la puissance des moteurs en chevaux-vapeur. Une machine permettait d'obtenir 15, 20, 50 « chevaux-vapeur » à très bon marché. Aujourd'hui, ce qui est encore bien plus prodigieux, on arrive à multiplier la force



« La France se distingue parmi les grands pays par une croissance particulièrement robuste »

vous les inquiétudes de votre collègue Alan Greenspan, le président de la Réserve fédérale américaine, qui s'alarme régulièrement de ce qu'il estime être la surévaluation de Wall Street ?

Tous les banquiers centraux ne peuvent manquer de regarder avec beaucoup d'attention les phénomènes d'inflation d'actifs ou de bulles financières. L'inquiétude, la circonspection dont fait preuve mon collègue américain, je crois pouvoir vous dire qu'elle est partagée par l'ensemble des banquiers centraux dans le monde. Cela dit, l'Europe est dans une situation différente des États-Unis pour plusieurs raisons. En premier lieu, l'Europe a un certain retard dans la prise en compte des nouvelles technologies même si elle s'y met maintenant avec ardeur. En second lieu, le cycle européen est décalé dans la mesure où la dernière récession, celle de 1993, a été postérieure de deux à trois ans à celle des États-Unis. À l'évidence nous n'avons pas la même inflation d'actifs en Europe et aux États-Unis. Cela dit, tous les banquiers centraux doivent se préoccuper en permanence de l'ensemble des phénomènes qui peuvent porter atteinte à la stabilité des prix et à la stabilité économique et financière en général. Cela nous conduit les uns et les autres à être précautionneux et prudents – toujours trop aux yeux des imprudents qui sont nombreux comme vous savez.

Alan Greenspan envoie périodiquement des signaux aux marchés américains pour leur dire qu'ils montent trop vite et trop haut. Pour le moment, vous n'envoyez pas ce genre de signaux aux marchés européens ? Nous avons une situation différente. Un niveau différent des indices et des multiplicateurs. Mais nous disons bien entendu :

faites attention, documentez vos opérations, ne vous engagez pas dans des opérations spéculatives. Ayez toujours le souci d'être solidement ancrés dans l'économie réelle. Dans un domaine particulier – vous vous en souvenez sans doute – j'ai eu l'occasion de dire récemment : faites attention !

C'était l'immobilier...

Dans certains secteurs de l'immobilier, mes collaborateurs et moi-même avions commencé à observer l'existence de crédits insuffisamment documentés, d'opérations qui n'apparaissent pas comme nécessairement raisonnables du point de vue du prêteur, la disparition de certains apports de fonds propres. Le dire fait partie de l'attitude normale d'une banque centrale qui doit être vigilante et donner au marché suffisamment d'informations pour qu'il soit transparent à lui-même. Cela n'a absolument pas plu à tout le monde mais les meilleurs professionnels m'ont confirmé qu'ils pensaient que c'était fort utile.

Dans cet univers des risques, en plus de ceux que nous venons d'évoquer, y en a-t-il d'autres qui vous inquiètent, sur le plan international notamment ? La culture française a souvent la nostalgie d'une parfaite stabilité économique, la nostalgie d'une époque où le futur était parfaitement prévisible. Or je crois qu'il est très important de rappeler que l'histoire économique et d'ailleurs l'histoire tout court est celle de l'incertitude et de l'imprévisible, des chances et des risques. Nos économies sont tissées de chances et de risques. Bien agir, c'est bien analyser les risques au sens de chances potentielles et de difficultés possibles. Nous sommes dans une période où il y a de tels bouleversements technologiques, économiques, dans l'organisation du monde et des sociétés humaines que l'on voit se multiplier les opportunités et les risques. Dans cette économie mondiale, notre pays se débrouille d'ailleurs plutôt bien. Il y a des équipes françaises économiques qui me paraissent en ce moment aussi efficaces que les équipes sportives. C'est bien, mais on ne le sait pas assez. On sait que la France a gagné la Coupe du monde de football, a été en finale mondiale de rugby, d'escrime et de tennis. Mais on ne sait pas que la France est en finale du concours mondial d'excédents de la balance des transactions courantes ou qu'elle est dans la meilleure poule pour la croissance des pays industrialisés.

Suite page 74...



« À l'évidence, nous n'avons pas la même inflation d'actifs en Europe et aux États-Unis »

cérébrale. On pourrait dire que tel ou tel PC est d'une puissance de calcul équivalente à 100 000 « néocortex silicium » par analogie avec les « chevaux-vapeur ». C'est tout à fait prodigieux.

Ces perspectives enthousiasment les marchés boursiers. Les actions des sociétés Internet atteignent des niveaux stupéfiants. Partagez-

LE REVENU

MENSUEL

vendredi 17 décembre 1999



rosystème pour mériter des taux à long terme inférieurs à ceux d'aujourd'hui.

Et la croissance, est-ce qu'elle pourra durer ? L'Europe peut-elle espérer bénéficier comme les États-Unis de huit ans de croissance ininterrompue ?

Je crois qu'il faut d'abord se souvenir que nous sommes en train d'achever notre sixième année de croissance ininterrompue en France et en Europe. On a coutume, en Europe, de célébrer avec raison les succès prodigieux des États-Unis mais aussi d'oublier la situation dans laquelle nous sommes. Il est vrai que la croissance moyenne de l'Europe sur six ans a été moins flatteuse que celle des États-Unis. Mais je crois qu'il serait erroné et contre-productif de faire comme si nous venions de sortir d'une récession. Il y a en ce moment une accélération de la croissance européenne et on nous promet des taux élevés pour 2000 et 2001. La France d'ailleurs, parmi les grands pays européens et au sein du G7, se distingue par une croissance particulièrement robuste. Il faut s'en réjouir. Si je compare l'économie française aux autres grandes économies de la zone euro, je constate que les statisticiens donnent à l'économie française sur les quatre années 1997, 1998, 1999 et 2000 une croissance totale supérieure de plus de 3,5%. C'est d'autant plus notable que, dans le même temps, la France réussit à avoir le deuxième plus grand excédent de la balance courante dans le monde et le plus important d'Europe. Cela montre que notre croissance est saine, non artificielle et que le marché mondial confirme notre niveau de compétitivité.

Il y a cependant un point un peu perturbant. Si tout le monde est convaincu que l'inflation va rester de l'ordre de 0,8 % par an, pourquoi l'État, qui offre les meilleures garanties possibles à ses créanciers, doit-il payer plus de 5 % d'intérêts par an pour emprunter à dix ans, comme c'est le cas en ce moment ? Quelle lecture faites-vous de ce décalage ? Quand on extrait de ce taux d'intérêt l'érosion monétaire probable anticipée par les marchés en comparant les emprunts d'État habituels et ceux qui sont indexés sur la hausse des prix, on obtient une inflation anticipée par le marché d'un peu moins de 2 %. Cela peut paraître relativement élevé au regard des performances des toutes dernières années. C'est peut-être plus compréhensible si on regarde la moyenne des

dix ou quinze dernières années. Et il me semble qu'après tout, puisque la Banque centrale européenne vient de confirmer que le seuil à partir duquel on pourrait parler à nouveau d'inflation est de 2 % de hausse des prix par an, il est compréhensible que les marchés anticipent que l'on fera précisément moins de 2 %. Au fond, je ne suis pas mécontent que nous ayons réussi à convaincre les marchés qu'une inflation de moins de 2 % par an en moyenne pour les dix ans à venir est quelque chose de raisonnable et de normal. Si on veut bien se souvenir d'où nous sommes partis, on peut considérer que c'est un succès. Cela dit, je n'exclus pas que les marchés puissent se convaincre que nous sommes suffisamment crédibles dans l'e-

Mais cela peut-il durer longtemps ?

Si nous préservons notre compétitivité, nous pouvons avoir des années de croissance relativement forte. Les progrès technologiques sont là. La technologie est la même en Europe et aux États-Unis. Tout le problème est d'en tirer le meilleur parti. Il est vrai que ce sont les économies les plus flexibles qui ont le plus de chances de tirer parti de toutes les occasions qui s'offrent et notamment des progrès de productivité induits par la technologie. C'est vrai que, dans la mesure où nous sommes moins flexibles en Europe continentale qu'aux États-Unis, nous avons un handicap. Mais on peut espérer consolider une croissance durable sur longue période. Naturellement il faut une bonne politique

Suite page 72...

LE REVENU

MENSUEL

vendredi 17 décembre 1999

Spécial An 2000

Jean-Claude Trichet

... Suite de la page 72

Mais avoir de tels résultats suppose aussi d'avoir à se prémunir contre des risques.

Il n'y en a pas qui vous inquiètent ?

On pourrait en énumérer un certain nombre mais aucun ne m'inquiète spécialement et, au fond, ce n'est pas mon état d'esprit du moment. Notre problème principal c'est de mener à bien les réformes structurelles qui nous permettraient de tirer encore un meilleur parti de nos capacités, de notre compétitivité et des ressources humaines exceptionnelles de notre économie.

Beaucoup de Français ont sans doute découvert, à l'occasion de la bataille de la BNP contre la Société Générale et Paribas, que vous n'êtes pas seulement le gardien de la monnaie mais aussi celui des banques. Quels enseignements tirez-vous de cette longue bataille boursière ?

D'abord, elle a conduit à une importante restructuration bancaire qui fait suite à d'autres. Celles-ci sont nécessaires. Elles montrent bien que le secteur bancaire, comme tous les autres secteurs, se modernise. Il devrait continuer de le faire. C'est une évolution nécessaire qui est observée dans tous les pays.

Quant à l'intervention du comité des établissements de crédit, globalement, il me semble que les collègues, que la loi a prévus aussi bien sur le plan boursier que pour le secteur bancaire, ont convenablement rempli leur mission. Il faut voir si l'on peut améliorer encore les choses pour hisser notre pays au meilleur niveau international. Mais au total, tout cela a bien fonctionné.

Le gouvernement prépare un projet de loi sur les régulations économiques qui pourrait traiter de ces sujets. Vous n'avez pas, semble-t-il, de demandes considérables à faire valoir en la matière...

Non, effectivement. Le système, dans son ensemble, a correctement fonctionné. On peut imaginer qu'il soit amélioré à la marge toujours avec le souci que notre pays soit au meilleur niveau international.

La restructuration du secteur bancaire français que vous évoquiez n'a-t-elle pas un temps de retard par rapport à d'autres pays ?

Si il y avait un retard, nous sommes en train de le rattraper. Chaque pays n'a pas eu tout à fait la même histoire. Nous avons un retard par rapport à d'autres pays indus-

trialisés. Il y a une quinzaine d'années, aussi bien en ce qui concerne les structures bancaires – puisque toutes nos banques étaient nationalisées – que des réglementations comme l'encadrement du crédit. Il est normal que le secteur bancaire français soit amené à faire maintenant des efforts plus intenses et plus rapides parce que la situation de départ n'était pas la même.



« Il y a des équipes économiques françaises qui me paraissent aussi efficaces que les équipes sportives »

Quand les économistes essaient d'éclairer l'avenir à quelques années de distance comme tente de le faire ce numéro spécial du Revenu, ils accordent en général beaucoup d'importance aux évolutions démographiques. Est-ce également votre cas ?

Je crois en effet que la démographie joue un très grand rôle en économie. La croissance de moyen et long terme est l'addition de la croissance de la population active et de la productivité. Oublier l'importance de la démographie, oublier l'influence de la déformation de la pyramide des âges, oublier que dans tous les pays industrialisés le problème du financement des retraites est absolument majeur c'est commettre une erreur monumentale.

Sur les retraites, vous ne trouvez pas qu'on met un peu longtemps à clarifier l'horizon ?

Comme tous les banquiers centraux du monde, la Banque de France considère qu'il faut, pour des raisons démographiques évidentes, ajouter au système par répartition des systèmes de capitalisation pour préparer l'avenir du mieux possible. Il faut mettre de côté et faire fructifier des cotisations en prévision des engagements à venir. À la Banque de France, d'ailleurs, nous avons une caisse qui nous permet de mettre de côté une partie des cotisations

pour faire partiellement face aux engagements que nous avons pour l'avenir.

Attachez-vous la même importance que d'autres à l'idée que des fonds de pension français pourraient jouer un rôle important dans le capital des sociétés françaises et éviter qu'il ne soit détenu par des fonds étrangers ? Je me méfie des procès d'intention. On a tendance, en France, à confondre les fonds de pension, les fonds de placement collectifs – les *mutual funds*, comme on dit aux États-Unis – et les fonds spéculatifs – les *hedge funds* –. Les fonds de pension qui sont souvent accusés sont, en fait, non spéculatifs puisque leur métier est de gérer en bon père de famille les sommes mises de côté par les salariés. Lorsque nous aurons en France des fonds de ce type, ils investiront également leurs capitaux en bon père de famille, je l'espère, avec circonspection et prudence. Et, comme nous sommes dans un monde en voie d'intégration, ils n'investiront pas exclusivement en France. Ils investiront aussi probablement à l'étranger de manière symétrique à ce que pratiquent les fonds étrangers en ce moment chez nous. Mais c'est vrai que, pour l'ancrage de la place de Paris et de l'économie française, pour la prospérité de l'économie et des finances européennes, disposer de ces capitaux-là nous mettrait au même niveau que le reste du monde. Sans faire le moindre nationalisme, c'est une erreur de ne pas avoir de tels fonds pour les économies française et européenne.

Il y a deux cents ans, lorsque la Banque de France est née avec l'encouragement de Bonaparte, elle appartenait à des capitaux privés. Serait-il imaginable aujourd'hui qu'une banque centrale appartienne totalement ou partiellement à des actionnaires privés ? C'est imaginable puisque cela existe en Suisse et en Belgique. Mais ce n'est pas le sens de l'Histoire. Les banques centrales sont, pour la plupart, nées privées. Mais la tendance de toutes les banques centrales est de devenir à la fois indépendantes et publiques. Ces deux caractéristiques me semblent être absolument nécessaires dans l'économie d'aujourd'hui s'agissant d'institutions publiques qui ont en charge, dans une perspective de moyen terme et non en fonction de préoccupations de court terme, la stabilité monétaire et financière de nos sociétés.

Propos recueillis par JEAN-CLAUDE HAZERA